

CORPORATE GOVERNANCE

Magdalena Jerzemowska, Anna Golec, Anna Zamojska

CORPORATE GOVERNANCE

BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2015

Poszczególne rozdziały napisały:
Magdalena Jerzemowska: 1, 2, 4, 7, 8, 9
Anna Golec: 3, 5, 6, 9, 11
Anna Zamojska: 10, 11

Recenzenci
prof. dr hab. Jan Jeżak
prof. dr hab. Bogdan Nogalski

Redaktor Wydawnictwa
Jerzy Toczek

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikację sfinansowano w ramach grantu
Narodowego Centrum Nauki nr 3593/B/H03/2011/40

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-7865-262-5

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel./fax 58 523 11 37, tel. 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl

www.wyd.ug.gda.pl
Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Spis treści

Wprowadzenie	7
------------------------	---

CZĘŚĆ I

Tendencje zmian systemów nadzoru korporacyjnego wybranych krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej

Rozdział 1. Nadzór korporacyjny w Wielkiej Brytanii	13
1.1. Brytyjski model nadzoru korporacyjnego	13
1.2. Brytyjskie regulacje w zakresie nadzoru korporacyjnego	19
Rozdział 2. Nadzór korporacyjny w Stanach Zjednoczonych	65
2.1. Geneza amerykańskiego corporate governance	65
2.2. Charakterystyka amerykańskiego modelu nadzoru korporacyjnego	70
2.3. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych	76
Rozdział 3. Nadzór korporacyjny w Niemczech	109
3.1. Niemiecki model nadzoru korporacyjnego	109
3.2. Niemieckie regulacje nadzoru korporacyjnego	114
Rozdział 4. Nadzór korporacyjny w Japonii	123
4.1. Uwarunkowania rozwoju japońskiego nadzoru korporacyjnego	123
4.2. Charakterystyka japońskiego modelu nadzoru korporacyjnego	132
4.3. Japońskie uregulowania nadzoru korporacyjnego	143

CZĘŚĆ II

Systemy nadzoru korporacyjnego krajów rozwijających się

Rozdział 5. Nadzór korporacyjny w Brazylii	157
5.1. Tło historyczne rozwoju	157
5.2. Brazylijski model corporate governance	165
5.3. Regulacje nadzoru korporacyjnego	166
Rozdział 6. Nadzór korporacyjny w Rosji	175
6.1. Uwarunkowania kształtowania się systemu nadzoru korporacyjnego	175
6.2. Regulacje corporate governance	190
Rozdział 7. Nadzór korporacyjny w Indiach	205
7.1. Geneza i rozwój indyjskiego corporate governance	205
7.2. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Indiach	216
Rozdział 8. Nadzór korporacyjny w Chinach	233
8.1. Geneza i rozwój corporate governance w Chinach	233
8.2. Kodeksy nadzoru korporacyjnego w Chinach	249
Rozdział 9. Nadzór korporacyjny w Polsce	269
9.1. Uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego	269
9.2. Charakterystyka polskiego nadzoru korporacyjnego	280
9.3. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Polsce	286
9.4. Wyzwania stojące przed polskim nadzorem korporacyjnym	293

CZĘŚĆ III

Standardy ładu korporacyjnego a rozwój gospodarczy krajów rozwijających się

Rozdział 10. Założenia metodyczne badania	301
10.1. Wprowadzenie	301
10.2. Przedmiot i zakres badania	302
10.3. Badanie stacjonarności w procesie wykrywania zmian strukturalnych	303
10.4. Estymacja modeli tendencji rozwojowej	305
10.5. Estymacja modeli tendencji rozwojowej ze zmianami strukturalnymi	308
Rozdział 11. Wyniki badania empirycznego	309
11.1. Brazylia	309
11.2. Rosja	316
11.3. Indie	322
11.4. Chiny	328
11.5. Polska	335
11.6. Podsumowanie	342
Zakończenie	345
Załączniki.	357
Bibliografia	363
Spis tabel	379
Spis rysunków	381

Wprowadzenie

Geneza nadzoru korporacyjnego (corporate governance) sięga zamierzchłych czasów, a jego cechy różnią się w zależności od formacji społecznej, w której funkcjonuje. Nabiera on szczególnego znaczenia wraz z komplikowaniem się relacji, jakie zachodzą wewnątrz danego systemu, regionu, kraju, organizacji, a zwłaszcza w sytuacjach konfliktowych i braku równowagi.

Od prawie półwiecza nadzór korporacyjny pozostaje w centrum zainteresowania teoretyków i praktyków kilku dziedzin nauki. Należy on do obszarów podlegających aktywnej eksploracji specjalistów z zakresu prawa, ekonomii, zarządzania, finansów i rachunkowości. Jednakże – z uwagi na złożoność jego problematyki, zmienność otoczenia i wnętrza korporacji, innowacje, poziom rozwoju społecznego – ciągle jeszcze pozostaje obszarem słabo poznanym. Ponadto, o ile o krajach stanowiących najbogatsze gospodarki światowe pisano wiele, to kraje rozwijające się pozostawały na marginesie zainteresowania głównego nurtu badań nad corporate governance. Dynamiczny rozwój Chin czy Brazylii, reformy przeprowadzane w Indiach czy Rosji wskazują, że choć uwarunkowania, w jakich funkcjonują systemy nadzoru korporacyjnego, są diametralnie różne, to problemy, na jakie napotykają te kraje, są podobne. Skłania to do głębszego zainteresowania się tą właśnie problematyką.

Celem niniejszej książki jest analiza systemów corporate governance wybranych krajów oraz próba pokazania (wyniki badań) wpływu jakości nadzoru korporacyjnego na ich rozwój gospodarczy.

Treść książki – mającej charakter empiryczny – podzielona została na trzy części, składające się z jedenastu rozdziałów. Dwie pierwsze części zawierają charakterystykę modeli nadzoru korporacyjnego wybranych czterech krajów rozwiniętych oraz pięciu rozwijających się. Część trzecia ujmuje wyniki autorskich badań ilościowych służących ocenie wpływu standardów corporate governance na rozwój gospodarczy Brazylii, Rosji, Indii, Chin i Polski.

Pierwsza część książki zatytułowana jest „Tendencje zmian systemów nadzoru korporacyjnego wybranych krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej”. Analiza w niej zawarta przeprowadzona została na podstawie danych pozyskanych z czterech państw z grupy wysoko rozwiniętych gospodarek rynkowych, a mianowicie z Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych, należących do modelu anglo-amerykańskiego, oraz dwóch krajów zaliczanych do modelu kontynentalno-japońskiego – Niemiec i Japonii. Charakterystyka modeli corporate governance funkcjonujących w wybranych krajach wysoko rozwiniętych stanowi punkt wyjścia do analizy tych systemów w krajach rozwijających się. Jej celem jest pokazanie specyfiki i charakteru krajowych modeli oraz zmian w nich zachodzących, ze szczególnym uwzględnieniem okresu po kryzysie finansowym.

W analizie szczególny nacisk położono na omówienie kodeksów dobrych praktyk znajdujących się na liście European Corporate Governance Institute (ECGI), ponieważ kształtują one filozofię podejścia do nadzoru korporacyjnego i są uzupełnieniem regulacji prawa twardego.

Część druga książki prezentuje i analizuje specyfikę systemów nadzoru korporacyjnego w wybranych krajach rozwijających się, a mianowicie w Brazylii, Rosji, Indiach i Chinach. Na tle tych badań rozpatrzona została Polska, którą można zaliczyć do modelu kontynentalnego i do grupy krajów rozwijających gospodarkę rynkową. W tym fragmencie książki przedstawiono genezę i rozwój nadzoru korporacyjnego oraz przybliżono uwarunkowania powstania i wdrażania jego modeli w omawianych krajach. Zaprezentowano również chronologię najważniejszych wydarzeń, oraz – w miarę dostępności danych – takie elementy nadzoru korporacyjnego, jak: struktura własności przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, organy spółki, a także ramy prawne obejmujące regulacje miękkie i twarde oraz ich zakres, jak również transparentność funkcjonowania spółek publicznych. Podjęto próbę nakreślenia ewolucji stosowanych rozwiązań oraz zidentyfikowania modelu, na którym dany kraj się wzorował, wdrażając reformy w zakresie corporate governance. Analiza miała również na celu zbadanie, czy i w jaki sposób kraje rozwijające się kopiują rozwiązania krajów rozwiniętych i dostosowują je do lokalnej specyfiki, jak też najważniejszych problemów z tym związanych. Sporo uwagi poświęcono także zawartości kodeksów dobrych praktyk opracowanych w tych krajach oraz ich wdrożeniu. Dla omawianych krajów rozwijających się przedstawiono tabelaryczne podsumowanie zbiorcze, jednakże z uwagi na złożoność i wieloaspektowość problemów możliwe było jedynie porównanie wybranych charakterystyk.

W części trzeciej monografii zawarto analizę porównawczą jakości nadzoru korporacyjnego w relacji do uzyskiwanych wskaźników rozwoju gospodarczego. Jej celem było zbadanie, jak zmiany w zakresie poprawy standardów corporate governance wpływają na rozwój gospodarczy i rynek kapitałowy danego kraju. Kierunek tej relacji w krajach rozwijających się można uznać za odwrotny do tej występującej w krajach rozwiniętych. To poprawa standardów corporate governance warunkuje rozwój tych krajów, gdyż bez ich ustalenia i wdrożenia pozostawałyby one na marginesie międzynarodowego systemu gospodarczego. Weryfikacji poddano hipotezę, zgodnie z którą poprawa standardów nadzoru korporacyjnego znajduje odzwierciedlenie w poziomie rozwoju kraju mierzonym zmiennymi makroekonomicznymi oraz zmiennymi opisującymi rynek kapitałowy.

Do badania wykorzystano wybrane zmienne makroekonomiczne, takie jak: PKB per capita, saldo napływu inwestycji portfelowych, saldo napływu inwestycji bezpośrednich oraz kapitalizacja rynku w relacji do PKB. Zmiennymi analizowanymi w odniesieniu do rynku kapitałowego były kapitalizacja rynku, liczba spółek publicznych, obroty na rynku w stosunku do PKB i do kapitalizacji.

Analizy prowadzone w ramach trzech części książki podsumowuje zakończenie, w którym zawarto najważniejsze wnioski z przeprowadzonych badań. Starano się wskazać główne podobieństwa i różnice pomiędzy badanymi krajami rozwijającymi się, jak również sformułować rekomendacje odnośnie do możliwości doskonalenia nadzoru korporacyjnego w Polsce.

Rozważania oparte są na krajowej i zagranicznej literaturze przedmiotu, kodeksach dobrych praktyk badanych krajów oraz regulacjach prawnych w nich funkcjonujących. Korzystano ponadto z raportów, opracowań i opinii instytucji zajmujących się nadzorem korporacyjnym, jak np. International Corporate Governance Network (ICGN) czy European Corporate Governance Institute (ECGI) czy krajowych organizacji, oraz prasy ekonomicznej (np. „Financial Times”, „The Economist”). Duże znaczenie w procesie poznawania specyfiki systemów nadzoru korporacyjnego miały także źródła internetowe, które ze względu na bardzo dynamiczny charakter badanego zagadnienia stanowiły często jedyny sposób dotarcia do najbardziej aktualnych informacji. Źródłem danych ilościowych w dużej mierze były informacje pochodzące z baz danych Banku Światowego oraz World Economic Forum.

Książka adresowana jest do szerokiego grona osób zainteresowanych problematyką corporate governance – zarówno powiązanych z rynkiem kapitałowym, reprezentujących emitentów, inwestorów czy zarządzających aktywami, jak i do osób odpowiedzialnych za tworzenie odpowiednich ram prawnych i instytucjonalnych gospodarki. Publikacja może być także pomocna w kształceniu studentów kierunków ekonomicznych i prawnych.

CZEŚĆ I

Tendencje zmian systemów nadzoru
korporacyjnego wybranych krajów
o rozwiniętej gospodarce rynkowej

Rozdział 1

Nadzór korporacyjny w Wielkiej Brytanii

1.1. Brytyjski model nadzoru korporacyjnego

Korzeni brytyjskiego nadzoru korporacyjnego można poszukiwać w bardzo odległych czasach. Wiązać je można z kreowaniem warunków dla rozwoju kapitalizmu i kształtowaniem nowoczesnego systemu finansowego następujących od XV wieku oraz powstawaniem dużych korporacji, które dokonywały ekspansji w Nowym Świecie. Do ważnych wydarzeń w tym względzie można zaliczyć powstanie London Stock Exchange (1698), rozwój spółek giełdowych, wśród których British East India Company (1600), a także The Governor and Company of the Bank of England (1694) oraz South Sea Company (1711) zajmowały prominentne pozycje, rozwój prawa regulującego działalność spółek (akcyjnych) i stosunki pomiędzy ich interesariuszami. Za dynamicznym rozwojem rynku kapitałowego nie nadążały regulacje prawne, rachunkowe, finansowe i corporate governance. Doprowadziło to do sytuacji kryzysowej, której sanacji służyć miał uchwalony przez parlament w 1719 roku The Royal Exchange and London Assurance Corporation Act, nazywany też Bubble Act, mający jednakże poważne, długoterminowe, negatywne reperkusje dla gospodarki Korony [A History 2005]. Działalność spółek notowanych na giełdzie, a przede wszystkim wprowadzane przez nie innowacje finansowe, były powodem skandali finansowych mających poważne pozytywne i negatywne implikacje dla rozwoju brytyjskiego systemu finansowego i corporate governance.

Przeгляд ewolucji ustawodawstwa brytyjskiego dotyczącego spółek pokazuje, że pierwszy klasyczny brytyjski model nadzoru korporacyjnego został wprowadzony przez Joint-Stock Companies Act w 1844 roku¹, w którym to Parlament Zjednoczonego Królestwa znosił wprowadzony w 1720 roku przez Bubble Act obowiązek zawarcia prywatnej umowy lub uzyskania zgody Rady Królewskiej na powstanie spółki akcyjnej. Akt ten wprowadził dwuetapowy proces rejestracji spółek (Registrar of Joint Stock Companies) [Companies Act 1862; Companies Act 1907; Companies (Consolidation) Act 1908; Companies Act 1928; Companies Act 1929; Companies Act 1947; Companies Act 1948; Companies Act 1985; Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act 2004; Companies Act 2006; Chatfield 1996, s. 136–139]. Według Joint-Stock Companies Act z 1844 roku [Macdonald, Beattie 1993]:

- spółka jest jednostką prawną, oddzieloną od jej właścicieli;

¹ Companies Acts publikowane były w: [Joint Stock Companies Act 1844; Limited Liability Act 1855; Joint Stock Companies Act 1856].

- prawo sprawowania nadzoru nad spółką wynika z jej własności;
- czas trwania spółki jest nieograniczony dzięki możliwości transferu akcji;
- rada dyrektorów nadzoruje działalność spółki i sporządza sprawozdania dla właścicieli dotyczące zarządzania ich inwestycjami;
- niezależni audytorzy, wyznaczeni przez właścicieli, sprawdzają, czy sprawozdania finansowe pokazują prawdziwy i rzetelny obraz firmy.

Dokument ten przyznawał ograniczoną odpowiedzialność spółkom mającym więcej niż 25 akcjonariuszy². Za fundament nowoczesnego brytyjskiego prawa spółek uważany jest mający charakter konsolidacyjny Joint Stock Companies Act 1856. Dokument ten uprościł procedurę administracyjną rejestracji spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (siedem osób), jak też wprowadził aktualne do dziś zmiany systemu ich rejestracji. Celem regulacji z 1856 roku było stworzenie solidnych podstaw prowadzenia działalności gospodarczej oraz zwiększenie zaufania publicznego do biznesu.

Pierwotny model brytyjskiego nadzoru korporacyjnego nakładał na menedżerów obowiązek ewidencjonowania określonych danych i ich archiwizowania, jak też dawał im swobodę wyboru sposobu prowadzenia spółki. Prawo nie różnicowało dyrektorów zarządzających i niezarządzających. Nie było też wymogu rozdzielania funkcji głównego dyrektora zarządzającego i przewodniczącego rady dyrektorów. Istniały minimalne wymogi prawne normujące przeprowadzanie audytu. W tamtym czasie funkcje sprawozdań finansowych zaczęto postrzegać szerzej niż tylko jako źródło informacji potrzebnych dla zarządzania spółką. Powiększało się grono odbiorców tych sprawozdań (interesariuszy) oraz zapotrzebowanie na informacje w nich zawarte [Lee 1986].

Należy zauważyć, że formalne zmiany tego klasycznego modelu dokonywane były dopiero w XX wieku. Dotyczyły one przede wszystkim rachunkowości, audytu, dyrektorów, walnego zgromadzenia [Macdonald, Beattie 1993]. Jeśli chodzi o rachunkowość to wprowadzono [The Companies Act 1985] pięć podstawowych zasad rachunkowości – zachowania ciągłości działania, zgodności, ostrożności, rozliczeń międzyokresowych i indywidualnej wyceny. Dokument ten określał również obowiązki (odpowiedzialność) spółek, dyrektorów³ i sekretarzy⁴ spółek, których działanie regulowało memorandum i statut. Act z 1985 roku nie określał maksymalnej liczby dyrektorów firmy, ale wyznaczał

² Ograniczoną odpowiedzialność spółek wprowadzono aktem z 1855 roku [Limited Liability Act 1855].

³ Rolą dyrektora zarządzającego jest zaplanowanie, rozwijanie i wdrażanie planów strategicznych dla organizacji. Jest on odpowiedzialny za codzienne działania operacyjne organizacji obejmujące zarządzanie komitetami i pracownikami, jak też opracowanie biznesplanów we współpracy z radą. Rada nadaje dyrektorowi zarządzającemu uprawnienia do zarządzania organizacją. Odpowiada on przed przewodniczącym rady i składa regularnie sprawozdania radzie – kwartalne, półroczne lub roczne.

⁴ Sekretarz spółki zapewnia przestrzeganie przez organizację odpowiednich praw i regulacji oraz informuje członków rady o ich odpowiedzialności prawnej. Do jego obowiązków należy rejestracja i komunikowanie się z akcjonariuszami, zapewnienie wypłaty dywidendy i prowadzenie ewidencji przez spółkę w postaci listy dyrektorów i akcjonariuszy oraz rozrachunków rocznych.

ich liczbę minimalną. Wprowadził on również rozróżnienie pomiędzy spółką z ograniczoną odpowiedzialnością a spółką akcyjną⁵.

Już w 1948 Act sformułowano wymóg, aby audytor był księgowym posiadającym odpowiednie profesjonalne kwalifikacje, mającym ustalone obowiązki, uprawnienia i odpowiedzialność. Następnie – w 1961 roku – sformułowano formalne wskazówki dotyczące praktyki audytorskiej. W konsekwencji przestała ona być sprawą wyłącznie profesjonalnej oceny audytora, a stała się funkcją ogólnie akceptowanych zasad i praktyk. Równocześnie sądy określiły zakres obowiązków i odpowiedzialności audytora. Z kolei 1989 Act postanowił, że wynagrodzenia audytorów ustalone powinny być przez zgromadzenie akcjonariuszy lub w sposób określony przez ten organ spółki.

Brytyjskie prawo pomijało temat zorganizowania spółek. Ponieważ korporacja jest traktowana jako prywatny kontrakt, obowiązki jej polegają głównie na przeciwdziałaniu łamaniu przywileju ograniczonej odpowiedzialności i dotyczą formalnych spraw, takich jak rejestracja i audyt. Nadzór korporacyjny pozostaje sprawą spółki i jest on opisany w jej dokumentach. System prawny zapewnia – i ma jedynie zapewniać – mechanizm dla negocjacji i wdrażania podpisanych kontraktów.

Dokonywane na przestrzeni lat liczne formalne i nieformalne zmiany modelu klasycznego, a w szczególności fakt, że zachodziły one odrębnie od pozostałych elementów nadzoru korporacyjnego, spowodowały, że system ten nie był wewnętrznym spójny.

Od kilku dekad w Wielkiej Brytanii następuje ciągła ewolucja systemu nadzoru korporacyjnego ukierunkowana na jego doskonalenie. Z tego względu podlega on wnikliwym i wszechstronnym ocenom, których celem jest zapewnienie, aby istniejący system, a w szczególności relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami, nie pomniejszały konkurencyjności tego kraju na rynku globalnym [Dimsdale 1994].

W stosunku do brytyjskiego modelu nadzoru korporacyjnego wysuwane są zarzuty, że akcjonariusze i dyrektorzy zorientowani są na realizację własnych celów, rady dyrektorów zdominowane są przez dyrektorów zarządzających, dyrektorzy niezależni mają słabą pozycję, zgromadzenie akcjonariuszy nie spełnia swojej roli, rynek kontroli korporacji (fuzji i przejęć) jest drogi, represjonuje zarówno dobrych, jak i złych menedżerów, niedostateczne są standardy rachunkowości i monitoring, a także niekiedy występuje brak efektywności rynku kapitałowego [Samuels, Wilkes, Brayshaw 1995]. W konsekwencji nastąpił spadek zaufania do systemu nadzoru korporacyjnego, wywołując w Zjednoczonym Królestwie kontrowersje i burzliwe dyskusje na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku.

⁵ Spółka akcyjna musi mieć kapitał akcyjny wynoszący 50.000 funtów i może, ale nie musi, oferować akcje w obrocie publicznym. Powodem tego rozróżnienia był fakt, że istniało już ono w innych europejskich krajach – Francji i Niemczech.

Martin Hilb podaje cztery płaszczyzny kryzysu zaufania do nadzoru korporacyjnego, a mianowicie: sfera technologii, sfera ekonomiczna (kryzysy rynku kapitałowego), sfera socjalna (nieodpowiedzialni menedżerowie) oraz sfera ekologiczna (podejmowanie strategii obarczonych wysokim ryzykiem) [Hilb 2006]. Natomiast według N. Macdonalda i A. Beattie najczęściej sprzeczności budzą kwestie związane z typem akcjonariuszy, funkcjami sprawozdawczości finansowej, odpowiedzialnością audytorów, upadłością spółki, presją konkurencji na spółki i audytorów [Macdonald, Beattie 1993].

Pod koniec lat osiemdziesiątych wiele pisano o bankructwach przedsiębiorstw i pociąganiu do odpowiedzialności firm audytorskich, wykorzystywaniu kreatywnej i agresywnej rachunkowości, łączeniu stanowisk przewodniczącego rady i CEO, biernej roli dyrektorów niezarządzających, wynagradzaniu dyrektorów za słabe wyniki działania. W konsekwencji dojrzewać zaczęło przekonanie, że należy zmienić ramy nadzoru korporacyjnego w celu uwiarygodnienia tego systemu w oczach społeczeństwa. Działania sanacyjne wynikały z determinacji członków rad dyrektorów, inwestorów instytucjonalnych i rządu.

Od roku 1990 rozpoczęto prace nad doskonaleniem systemu nadzoru korporacyjnego. W kwietniu 1991 roku powstała grupa robocza utworzona przez Institute of Chartered Accountants of Scotland, która rozpatrywała trzy problemy, a mianowicie odpowiedzialność dyrektorów za sprawozdanie finansowe, wprowadzenie wymogu stworzenia adekwatnego wewnętrznego systemu kontroli w spółkach oraz implikacje tych dwóch zagadnień dla audytorów.

W maju 1991 roku z inicjatywy Financial Reporting Council, giełdy londyńskiej i profesjonalistów z zakresu rachunkowości powołano drugi komitet, który pod przewodnictwem A. Cadbury'ego zajął się finansowymi problemami nadzoru korporacyjnego. W grudniu 1992 roku The Cadbury Committee opublikował raport *The Financial Aspects of Corporate Governance*, stanowiący pierwszą próbę sformalizowania dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Zainicjował on reformę systemu corporate governance w Zjednoczonym Królestwie i wielu innych krajach świata. Dokument ten formułował rekomendacje dla spółek notowanych na giełdzie brytyjskiej, ale zachęcał również do ich stosowania pozostałe spółki. Do najtrudniejszych problemów należało znalezienie sposobów wdrożenia rekomendacji tego raportu, których nie wprowadzono statutowo z dwóch powodów. Komitet uważał, że formalne wymogi wprowadzą jedynie minimum standardów nadzoru korporacyjnego, a dyrekcja będzie przestrzegać bardziej litery niż ducha tych wymogów. Po drugie, rząd nie wierzył, że legislacja może uporać się z problemami istniejącymi w obszarze nadzoru korporacyjnego. Komitet optował za powstaniem kodeksu dobrych praktyk (*Code of Best Practice*), opracowanego w celu osiągnięcia koniecznego, wysokiego standardu zachowań spółek, którego aplikacja oparta byłaby na zasadzie *comply or explain*. Reguła ta, w intencji jej twórcy A. Cadbury'ego, nakładała na spółki obowiązek udowodnienia stosowania dobrych praktyk corporate governance. Miało to zapobiegać mecha-

nicznemu potwierdzaniu (*box ticking*) wdrożenia tych praktyk. Firmy implementujące dobre praktyki wzmacniałyby zarówno kontrolę swojej działalności, jak i społeczną odpowiedzialność.

W świetle prawa brytyjskiego z 1897 roku spółka nie jest własnością akcjonariuszy i w związku z tym ich interesy nie powinny posiadać priorytetu nad interesami innych grup udziałowych. W Companies Act z 1985 roku stwierdzono, że w przypadku likwidacji spółki menedżerowie mają obowiązek uwzględniania interesów akcjonariuszy i pracowników. Można zatem stwierdzić, że maksymalizacja interesów (stanu posiadania) akcjonariuszy nie jest strukturą prawa brytyjskiego. Model brytyjskiego corporate governance opiera się na zasadzie, że akcjonariusze wybierają radę dyrektorów, która w ich imieniu zarządza spółką. Rada jest instrumentem, za pomocą którego właściciele kontrolują działalność spółki, jej obowiązkiem jest ukierunkowywanie i nadzorowanie menedżerów firmy. Podczas dorocznego zgromadzenia akcjonariusze, wykorzystując prawo głosu, mają możliwość decydowania o najważniejszych sprawach spółki, kierunkach jej strategicznego rozwoju, jak też strukturze rady. Rada dyrektorów zwykle wybiera naczelnych dyrektorów zarządzających, określa warunki ich zatrudnienia i wynagrodzenia. Według J. Solomon [2007], z punktu widzenia teorii agencji (finansowej) problemy corporate governance wymagają skorelowania interesów menedżerów i akcjonariuszy firmy. Istnieje wiele sposobów monitorowania i kontrolowania agentów przez pryncypałów – głosowanie w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy, indywidualne spotkania reprezentantów inwestorów instytucjonalnych z menedżerami spółki, w którą zainwestowali, mechanizm przejęć, uchwały akcjonariuszy, zagrożenie sprzedażą aktywów. Już Raport Hampeła, opublikowany w styczniu 1998 roku, zwrócił uwagę, że pod koniec XX wieku inwestorzy instytucjonalni posiadali 70% akcji brytyjskich spółek notowanych na giełdzie. Inni autorzy podkreślają rosnącą rolę inwestorów instytucjonalnych w usprawnianiu i przestrzeganiu nadzoru nad dużymi, notowanymi na giełdzie korporacjami.

Prawo spółek dopuszcza również inne formy sprawowania nadzoru i kontroli nad dyrektorami spółek, poza aktywnością akcjonariuszy. Należą do nich obowiązki wynikające z powiernictwa. Dyrektorzy mają obowiązki powiernicze wobec spółki, a nie akcjonariuszy. Ta specyficzna konstrukcja prawa brytyjskiego, czyli *trusteeship*, jest alternatywą dla modelu agencyjnego. Uważa się, że menedżerowie są (dobrymi) powiernikami majątku spółki, a ich celem jest powiększanie zysków firmy i bogactwa akcjonariuszy. Obowiązkiem powiernika jest zachowanie i powiększanie wartości powierzonych mu aktywów i właściwe bilansowanie wszystkich roszczeń do zwrotu przez nie generowanego. Twierdzenie, że rada jest powiernikiem rzeczowego i niematerialnego majątku korporacji, a nie agentem akcjonariuszy, spotyka się z uznaniem menedżerów większości firm japońskich, niemieckich i wielu brytyjskich.

Model powierniczy różni się od modelu agencyjnego pod dwoma względami [Jerzemska 2002, s. 56]. Powiernicy mają obowiązek zachowania aktywów korporacji, co nie jest tożsame z maksymalizacją wartości rynkowej akcji. Różnica wynikać może z nieprawidłowej wyceny akcji przez rynek kapitałowy, a także może być powodowana zaliczeniem do aktywów korporacji: kwalifikacji pracowników, oczekiwań klientów i dostawców oraz reputacji firmy. Obowiązki menedżerów jako powierników odnoszą się do szerszych celów korporacji, a nie jedynie do finansowych interesów akcjonariuszy. Niektóre spółki brytyjskie – dążąc do powiększenia wartości dla akcjonariuszy – decydują się na sprzedaż istniejącego biznesu i kupienie nowego. Takie postępowanie byłoby niepojęte dla menedżera japońskiego. Koncepcja osobowości korporacji uznaje, inaczej niż model pryncypał-agent, uzależnienie wyboru drogi rozwoju od zachowania się korporacji. Spółka jest definiowana jako zbiór ustalonych, długoterminowych relacji powierniczych. Dla przedsiębiorstw, które odniosły sukces, historia firmy z reguły jest ważnym składnikiem aktywów. Tak więc – zdaniem J. Kay’a i A. Silberstona [1995] – model powierniczy, w przeciwieństwie do modelu agencyjnego, wymaga ewolucyjnego rozwoju korporacji w obrębie podstawowej działalności i kwalifikacji pracowników, gdyż to właśnie ta działalność i te kwalifikacje, a nie zbiór finansowych roszczeń, stanowią sedno korporacji i wyróżniające ją zdolności. Niektórzy autorzy zwracają uwagę na zalety dywersyfikacji [Chandler 1990], która jednakże służy zabezpieczeniu się menedżerów, a nie akcjonariuszy, przed ryzykiem.

Drugą różnicą pomiędzy modelem agencyjnym a powierniczym jest to, że ten pierwszy oczekuje od menedżera przyznania priorytetu bieżącym interesom akcjonariuszy, drugi zaś – zrównoważenia konfliktów interesów bieżących i przyszłych interesariuszy. Różnice te powodują orientowanie się członków rad dyrektorów na długoterminowy rozwój firmy. Rola powiernika jest bardziej naturalna i lepiej postrzegana niż pozycja dyrektora, którą zakłada model agencyjny, czyli szpiega akcjonariuszy w tej radzie. Jest to rola trudna i w zasadzie większość członków rady jej nie spełnia. Wybór struktur nadzoru korporacyjnego zależy od prawa, a nie od ekonomicznych wyników działania [Davis, Kay 1990].

Można spotkać próby określenia – na tle niedomogów istniejącego modelu – kryteriów, które powinny być spełniane przez nowy model nadzoru korporacyjnego. Nie są one jednoznaczne i w zasadzie bazują na rozwijaniu i doskonaleniu istniejących koncepcji. Według tych poglądów powinno się uznawać i nadawać treść modelowi powierniczemu, uwzględniającemu osobowość firmy. Jego zadaniem jest umożliwianie menedżerom osiągnięcia zróżnicowanych celów, czyniąc ich odpowiedzialnymi za wyniki działania. Model ten powinien stymulować spójność działania dyrektorów zarządzających i stwarzać warunki, w których sukces zostanie nagrodzony, a klęska ukarana. Podstawowy cel, jakim jest wolność i odpowiedzialność menedżerów, został dobrze ujęty w Raporcie Cadbury’ego [Cadbury 1992]. Należy pamiętać, że dążenie

do doskonałości w systemie nadzoru korporacyjnego jest procesem dynamicznym, ciągłym, który nigdy nie zostanie zakończony.

1.2. Brytyjskie regulacje w zakresie nadzoru korporacyjnego

Regulacje w zakresie nadzoru korporacyjnego opublikowane w Wielkiej Brytanii zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Brytyjskie kodeksy dobrych praktyk

Nazwa regulacji	Data publikacji
Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)	1 grudnia 1992
Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration)	15 lipca 1995
Hampel Report (Final)	styczeń 1998
Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)	wrzesień 1999
The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide	październik 1999
Hermes Statement on International Voting Principles	13 grudnia 1999
The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice	maj 2000
Code of Good Practice	styczeń 2001
Review of the role and effectiveness of non-executive directors (Consultation Paper)	7 lipca 2002
The Hermes Principles	21 października 2002
The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles	21 października 2002
The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors	styczeń 2003
Audit Committees – Combined Code Guidance (the Smith Report)	styczeń 2003
The Combined Code on Corporate Governance	23 lipca 2003
Corporate Governance: A Practical Guide	24 sierpnia 2004
Good Governance: The Code of Governance for the Voluntary and Community Sector	30 czerwca 2005
Pension Scheme Governance – fit for the 21st century: A Discussion Paper from the NAPF	lipiec 2005
Corporate governance in central government departments: Code of good practice	lipiec 2005
Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code	październik 2005
Good practice suggestions from the Higgs Report	czerwiec 2006
The Combined Code on Corporate Governance	czerwiec 2006

Tabela 1. Brytyjskie kodeksy dobrych praktyk (cd.)

Nazwa regulacji	Data publikacji
Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity	20 listopada 2007
The Combined Code on Corporate Governance (Revised June 2008)	czerwiec 2008
A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities (The Walker Review)	16 lipca 2009
A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations (The Walker Review)	26 listopada 2009
2009 Review of the Combined Code: Final Report	1 grudnia 2009
The Audit Firm Governance Code	styczeń 2010
A Stewardship Code for Institutional Investors	19 stycznia 2010
The UK Corporate Governance Code	czerwiec 2010
The UK Stewardship Code	2 lipca 2010
The AIC Code of Corporate Governance	październik 2010
Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK	listopad 2010
Corporate governance in central government departments: Code of good practice 2011	19 lipca 2011
The UK Stewardship Code	28 września 2012
The UK Corporate Governance Code	28 września 2012

Źródło: ECGI (2014) Index of codes http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php.

Z przedstawionej listy dokumentów wynika, że Wielka Brytania jest najaktywniejszym krajem w zakresie rozwoju i publikacji regulacji corporate governance. Żadne państwo na świecie nie opublikowało aż tylu kodeksów dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego (do tej pory jest ich 35), a co ważne – regulacje brytyjskie z tej dziedziny stały się wzorem do naśladowania dla innych krajów i organizacji międzynarodowych.

Krótką charakterystyką najistotniejszych problemów ujętych w tych kodeksach pozwala na pokazanie etapów rozwoju brytyjskiego nadzoru korporacyjnego i ich osiągnięć. Jednakże w kontekście tematu książki szerszego omówienia wymagają kodeksy opublikowane po zaistnieniu globalnego kryzysu finansowego, czyli po 2008 roku.

1.2.1. Najważniejsze brytyjskie regulacje nadzoru korporacyjnego do 2007 roku

1.2.1.1. Financial Aspects of Corporate Governance (1992)

Jak już wcześniej wspomniano, bardzo ważnym dokumentem, mającym wpływ na kształtowanie się corporate governance w skali świata, jest – opub-

likowany w grudniu 1992 roku – Kodeks Cadbury’ego, zatytułowany Financial Aspects of Corporate Governance. Komitet pracujący nad tym dokumentem powstał z inicjatywy Financial Reporting Council, giełdy i profesjonalnych firm z zakresu rachunkowości. Kodeks ten stanowił kwintesencję ożywionej dyskusji na temat konieczności sanacji nadzoru korporacyjnego, toczącej się w Zjednoczonym Królestwie od lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku.

Dokument ten zorientowany jest na finansowe aspekty corporate governance, czyli sprawozdawczość finansową, kontrolę i odpowiedzialność (*accountability*) (§ 1.2), ustanawiając dobre praktyki dla działalności rady dyrektorów w tych obszarach. Po serii głośnych skandali i błędów popełnionych przez menedżerów dużych spółek w tamtym okresie powstało społeczne zapotrzebowanie na skuteczne rekomendacje rachunkowości i audytu, zapewnienie właściwej struktury rad dyrektorów i odpowiednich standardów ich zachowań. Działania w tym zakresie miały służyć pomniejszeniu ryzyka działalności spółek i ograniczaniu liczby bankructw. A. Cadbury budował postanowienia kodeksu na założeniu, że brytyjski nadzór korporacyjny ma solidne podstawy oraz, co do zasady, skuteczne instrumenty, jednakże konieczne jest jego udoskonalenie. Wierzył też, że spółki dobrowolnie i ze zrozumieniem stosować będą dobre praktyki nadzoru korporacyjnego. Mimo iż Kodeks Cadbury’ego nie był prawem twardym, to według Yellow Book, formułującej wymogi notowania podmiotów na giełdzie londyńskiej, spółki tam notowane zobligowane zostały do raportowania kompatybilności swoich działań z dobrymi praktykami. W konsekwencji musiały one w raporcie rocznym składać oświadczenia o przestrzeganiu bądź też nieprzestrzeganiu dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. W przypadku nieprzestrzegania określonych dobrych praktyk podmioty, zgodnie z zaproponowaną przez A. Cadbury’ego zasadą *comply or explain*, mają obowiązek wyjaśnienia przyczyn ich niestosowania.

Głównymi obszarami poruszonymi przez Kodeks Cadbury’ego były: rada dyrektorów, audyt i akcjonariusze [Corporate Governance. Accountability 2005]. Według tego dokumentu najważniejszym mechanizmem corporate governance jest rada dyrektorów, wymagająca nieustannego monitorowania i kontrolowania. Dokument ten uznawał kluczową rolę rachunkowości i audytu w nadzorze korporacyjnym, podkreślając istotność przejrzystości spółki oraz komunikacji z akcjonariuszami i pozostałymi interesariuszami, a także ważną rolę i wpływ inwestorów instytucjonalnych. Raport Cadbury’ego implikował rozwój dialogu pomiędzy menedżerami i akcjonariuszami, co powodowało wzrost odpowiedzialności dyrektorów, a także zwiększenie zakresu współpracy, przyczyniając się do wzrostu społecznej odpowiedzialności spółek oraz pomniejszenia ryzyka corporate governance. Warto wskazać, że to podejście znalazło w różnym stopniu odzwierciedlenie w regulacjach nadzoru korporacyjnego w zdecydowanej większości krajów świata, w Unii Europejskiej, a także organizacjach międzynarodowych (np. Bank Światowy).

Warto wspomnieć, że Raport Cadbury'ego nie spotkał się z jednoznacznym i przychylnym przyjęciem (np. Instytutu dyrektorów), a jego rekomendacje były rozwijane i uszczegółowiane przez kolejne dokumenty publikowane w tym obszarze.

1.2.1.2. Study Group on Directors' Remuneration (1995)

Kolejnym ogniwem w łańcuchu ewolucji brytyjskich regulacji corporate governance był – powstały w styczniu (opublikowany 17 lipca) 1995 roku – Raport Greenbury'ego [Directors' Remuneration 1995], który był efektem pracy komitetu powołanego przez Confederation of British Industry z inicjatywy rządu. Dotyczył on problemów wynagradzania dyrektorów zarządzających, które nie znalazły dostatecznego odzwierciedlenia w Kodeksie Cadbury'ego, a szczególnie nadmiernego wynagradzania kadry zarządzającej (*FAT cats*). Intencją tego raportu było powiązanie wynagrodzeń dyrektorów z wynikami spółek, którymi zarządzali (*pay for performance*) [Corporate Governance. Accountability 2005], a szczególnie opracowanie kodeksu dobrych praktyk. Raport ten postulował utworzenie komitetu wynagrodzeń składającego się z niezależnych dyrektorów niezarządzających, który określałby pakiety wynagrodzeń dla dyrektorów zarządzających. Powinny być one na poziomie umożliwiającym pozyskanie, zatrzymanie i motywowanie wysokiej jakości zarządzających. Corocznie składany raport tego komitetu powinien ujawniać poziom i strukturę wynagrodzeń kadry zarządzającej, zaaprobowane przez akcjonariuszy plany motywacyjne, politykę spółki w zakresie ustalania i przyznawania wynagrodzeń dyrektorom zarządzającym, szczegóły i powody kontraktów menedżerskich zawieranych na okres dłuższy niż rok. Ponadto raport uznawał, że opcje na akcje nie powinny być wydawane z dyskontem i w blokach, a okres ich realizacji powinien wynosić co najmniej trzy lata.

Raport Greenbury'ego wspierał Kodeks Cadbury'ego i sugerował wdrażanie proponowanych uregulowań przez uwzględnienie ich w Żółtej Księdze Giełdy.

1.2.1.3. Hampel Committee – Final Report (1998)

Kolejnym krokiem w rozwoju uregulowań nadzoru korporacyjnego było powołanie z inicjatywy Financial Reporting Council w 1995 roku Komitetu Hampela, którego celem była weryfikacja zaleceń oraz implementacji Raportu Cadbury'ego i Greenbury'ego, a także wskazanie obszarów wymagających aktualizacji. Odnosił się on do finansowych aspektów corporate governance oraz wynagradzania menedżerów [Solomon 2007], uwzględniając również zagadnienia, które nie były dostatecznie ujęte lub też zostały pominięte w dwóch poprzednich dokumentach. Prace komitetu finansowane były przez London Stock Exchange, Confederation of British Industry, Institute of Directors, Consultative Committee of Accountancy Bodies, National Association of Pension Funds i Association of British Insurers. W ich rezultacie w styczniu 1998 roku

opublikowana została finalna wersja Raportu Hampela [Committee on Corporate Governance 1998a].

Badania implementacji Kodeksu Cadbury'ego wykazały, że rekomendacje dotyczące odpowiedzialności negatywnie wpłynęły na realizację podstawowego obowiązku rady dyrektorów, a mianowicie motywowanie do rozwoju przedsiębiorstwa w długim okresie. Koniecznością było zbilansowanie rozwoju przedsiębiorstwa i odpowiedzialności. Częste stosowanie podejścia „odhaczania” zaleceń kodeksu przez przedsiębiorstwa wywoływało u akcjonariuszy wrażenie, że samo stosowanie odpowiedzialności już zapewni sukces. Hampel opowiedział się za dominacją zasad nad przepisami, a także za elastycznością stosowania dobrych praktyk [Corporate Governance. Accountability 2005]. Jednoznacznie określił też, że celem działania spółki jest maksymalizacja wartości inwestycji akcjonariuszy.

Zaletą Raportu Hampela było również potwierdzenie istotnej roli funduszy emerytalnych, będących największymi inwestorami, którzy powinni bardzo poważnie traktować regulacje corporate governance. Zapowiadał on stworzenie dokumentu zawierającego zasady corporate governance oraz dobre praktyki [Stapledon 1998]. Spełnieniem tego zobowiązania jest Combined Code – Principles of Good Governance and Code of Best Practice opublikowany w czerwcu 1998 roku, a przyjęty w maju 2000 roku [The Combined Code 2000].

1.2.1.4. Principles of Good Governance and Code of Best Practice (The Combined Code) (1998)

Principles of Good Governance and Code of Best Practice [Committee on Corporate Governance 1998], czyli Combined Code, można traktować jako zamknięcie pewnego okresu ewolucji nadzoru korporacyjnego, która – łącząc określone doświadczenia w łańcuch zasad – spowodowała powstanie regulacji ważnych dla spółek i ich interesariuszy. Stanowi on wersję finalną Raportu Hampela, ujmującą korekty proponowane przez London Stock Exchange (LSE).

Kodeks ten ma moc prawną nadaną mu przez Financial Services and Markets Act 2000. Jego znaczenie (tak jak i poprzednich) dla dyrektorów spółek i inwestorów instytucjonalnych jest długofalowe, szczególnie w zakresie relacji inwestorskich i aktywności akcjonariuszy.

Combined Code potwierdza konieczność przestrzegania ducha corporate governance i unikania podejścia „odhaczania” praktyk. Jest to dokument łączący, harmonizujący i klasyfikujący postanowienia poprzednich raportów (Preambuła, § 1.1) i lansujący nadzór korporacyjny oparty na zasadach, dobrowolnie stosowany. Obligował on spółki notowane na giełdzie do dwuczęściowego ujawniania podejścia do Combined Code. W pierwszej części raportu spółka informowała, w jaki sposób wdrażała zasady nadzoru korporacyjnego. Pozostawiał on spółkom swobodę wyjaśniania polityki w zakresie nadzoru korporacyjnego w świetle istniejących zasad oraz przyczyn wyboru

prezentowanego podejścia. Ocenę pierwszej części sprawozdania pozostawiono akcjonariuszom i pozostałym interesariuszom.

W drugiej części sprawozdania spółka musiała potwierdzić, że przestrzega poszczególnych postanowień kodeksu lub wyjaśnić powody ich nieprzestrzegania. W raporcie stwierdzono, że spółki powinny być przygotowane do wyjaśnienia swojej polityki w zakresie nadzoru korporacyjnego i uzasadnienia wszystkich okoliczności powodujących odejście od dobrej praktyki.

Kevin Keasey i inni stwierdzają, że od czasu publikacji Combined Code w 1998 roku politykę nadzoru korporacyjnego zaczęto ukierunkowywać nie na samoregulację realizowaną przez spółki i akcjonariuszy, ale na regulacje prawne, których przyjęcie rząd zapowiadał [Corporate governance. Accountability 2005, s. 23–28].

1.2.1.5. Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (1999, 2005)

W celu opracowania wskazówek pomocnych spółkom w implementacji zaleceń Combined Code, Institute of Chartered Accountants in England and Wales utworzył grupę roboczą pod przewodnictwem Nigela Turnbulla dla opracowania wytycznych w zakresie kontroli wewnętrznej⁶. Raport Turnbulla opublikowany został we wrześniu 1999 roku [Turnbull 1999].

Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code został zmodyfikowany w 2005 roku. Określał on obowiązki dyrektorów wynikające z rekomendacji Combined Code w zakresie tworzenia skutecznego systemu kontroli wewnętrznej, zapewnienia dobrej jakości sprawozdania finansowego poprzez audyt i kontrolę oraz wczesne wykrywanie korupcji (przestępstw) w przedsiębiorstwach.

Combined Code istotnie poszerza definicję kontroli wewnętrznej podlegającej raportowaniu i wymogi jej dotyczące. Zaleca dokonywanie każdego roku przeglądu wszystkich systemów kontroli, w tym finansowej, operacyjnej, zgodności oraz zarządzania ryzykiem.

Raport Turnbulla formułuje zalecenie, aby spółki ujawniały, czy rada dokonywała rewizji systemu kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem oraz zachęca, ale nie wymaga, aby rada wyrażała opinie na temat efektywności tego systemu. Koszty realizacji zaleceń Raportu Turnbulla w odniesieniu do implementacji obciążonych ryzykiem metod audytu wewnętrznego i kontroli były istotne.

Raport stwierdza, że zadaniem systemu kontroli wewnętrznej jest prawidłowe zarządzanie ryzykiem, a nie jego eliminowanie. Celem raportu jest przedstawienie praktycznych wytycznych, które spółki dostosować będą

⁶ Wytyczne raportowania dotyczące kontroli wewnętrznej powstały już w 1994 roku w postaci „Wskazówek Ruttemana”, ale według tego dokumentu dyrektorzy powinni raportować tylko odnośnie do finansowej kontroli wewnętrznej [Internal Control 1999].

mogły do swoich potrzeb. Powinny one stworzyć ciągły system kontroli wewnętrznej, analizujący wszystkie rodzaje ponoszonego ryzyka, a nie tylko ryzyko finansowe. Raport kładzie nacisk na konieczność wdrożenia systemu weryfikacji kontroli wewnętrznej, którego efektywność podlegać powinna ciągłemu monitorowaniu.

Raport wspiera Raport Hampela, eksponując konieczność odejścia w raportowaniu od metody „odhaczania”. Podkreśla, że kontrola wewnętrzna i zarządzanie ryzykiem są podstawą efektywnego wykorzystania potencjału spółki. Rekomendacje Raportu Turnbulla nakładają dodatkową odpowiedzialność na dyrektorów niezarządzających wchodzących w skład komitetu audytu, w szczególności w zakresie ryzyka niefinansowego odnoszącego się do technicznych, rynkowych i środowiskowych aspektów biznesu, co powoduje zarzut nakładania dodatkowych problemów i kosztów na biznes [Corporate Governance. Accountability 2005, s. 34]. Raport ten zainicjował rewolucję w zakresie reformowania corporate governance. W wielu krajach publikowano pewne informacje dotyczące systemu kontroli wewnętrznej i ryzyka korporacji, ale nie wynikało to z zapisów kodeksów dobrych praktyk. Rekomendacje Turnbulla podnosiły jakość sprawozdawczości finansowej w tym zakresie i miały być pomocne w szybkim wykrywaniu przestępstw. Raport ten kreował wzorzec sprawozdawczy, który został następnie wykorzystany przez wiele państw.

W 2004 roku Financial Reporting Council (FRC) powołała ponownie Turnbull Review Group w celu zbadania adekwatności, zakresu implementacji i wpływu na działalność spółek dokumentu z 1999 roku oraz zaproponowania jego aktualizacji. W październiku 2005 roku FRC opublikowała wersję skorygowaną Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code, stwierdzając, że większość zaleceń sformułowanych w pierwotnym Raporcie Turnbulla (1999) jest realizowana, więc nie ma potrzeby istotnej korekty tego dokumentu. Zasada *comply or explain* jest wystarczająca dla dokonywania ewentualnych udoskonaleń w zakresie kontroli wewnętrznej w spółkach. Dokument ten mocno akcentował konieczność zachowania elastycznego, opartego na zasadach podejścia, a także zalecał dyrektorom tworzenie solidnych systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem oraz regularnego weryfikowania ich efektywności.

Warto też wspomnieć, że w listopadzie 2013 roku FRC rozpoczęła konsultacje dotyczące aktualizacji wytycznych odnoszących się do zarządzania ryzykiem oraz kontroli wewnętrznej i zachowania ciągłości działania.

1.2.1.6. The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide (1999)

Kolejnym dokumentem znajdującym się na liście ECGI obejmującej najważniejsze regulacje corporate governance jest The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide, powstały w październiku 1999 roku. W przedmowie do tego dokumentu stwierdzono, że od czasu publikacji wytycznych

zawartych w Raporcie Cadbury'ego i Raporcie Ruttermana toczą się ożywione dyskusje dotyczące ich implementacji. Spółki zwykle przyjmują najprostsze rozwiązania w zakresie raportowania kontroli wewnętrznej, które według ocen Combined Code i Raportu Turnbulla nie przynoszą korzyści organizacji, ani też nie satysfakcjonują osób podejmujących próby tworzenia dobrego nadzoru korporacyjnego. Nigel Turnbull wyraźnie wskazywał na istnienie ścisłego powiązania między zarządzaniem ryzykiem i zarządzaniem biznesem. KPMG Review Internal Control: A Practical Guide dostarcza praktycznych wskazówek dla wzrostu wyników działania spółki na skutek stosowania kontroli i zarządzania ryzykiem.

Przyczyniał się on do eliminowania biurokratycznych procedur niewpływających na szczegółowość i jakość informacji dostarczanych przez wymagany, regularnie przeprowadzany proces rewizji. Wspierał on jednoznaczne i klarowne rekomendacje sformułowane w Raporcie Turnbulla, które w dużej części spełniały wymagania KPMG.

Brytyjskie spółki notowane na giełdzie muszą stworzyć systemy kontroli wewnętrznej uwzględniające monitoring ryzyka i kontroli. Ale to one decydują o stopniu przestrzegania zaleceń dotyczących ujawniania istotnych informacji pozwalających zrozumieć stosowany proces zarządzania ryzykiem i system kontroli wewnętrznej. Realizowanie przez spółki giełdowe wysokich standardów w tym zakresie zmusi pozostałe spółki do ich naśladowania. Wytyczne te odnoszą się do kulturowych i behawioralnych problemów, które łączą się z realizacją celów działania spółek. Powinno to spowodować, że ryzyko i kontrola stanowiąc będą ważny obszar zainteresowania CEO, gdyż dobre zarządzanie ryzykiem nie polega na przeciwdziałaniu destrukcji wartości, ale na kreowaniu wartości. Dokument ten zawiera praktyczne wskazówki i rekomendacje KPMG w tym zakresie.

1.2.1.7. Hermes Statement on International Voting Principles (1999)

Kolejnym dokumentem corporate governance jest, opublikowany przez Hermes Investment Management Limited (spółka należy do największego brytyjskiego funduszu emerytalnego, zainwestowała 10 miliardów funtów na rynkach zagranicznych w 2000 różnych spółek), zbiór International Corporate Governance Principles [International Corporate 2002], będący przewodnikiem głosowania w spółkach działających poza terytorium Zjednoczonego Królestwa. Porusza on ważne zagadnienia dotyczące celu korporacji, komunikacji z akcjonariuszami, strategii i wyników działania, roli i odpowiedzialności rady dyrektorów i uprawnień do głosowania. Odtwarza zasady ratyfikowane przez International Corporate Governance Network (ICGN) we Frankfurcie w lipcu 1999 roku, bazujące na zasadach OECD z maja 1999 roku. Hermes stał się pierwszą brytyjską spółką inwestycyjną, która formalnie wdrożyła zasady przyjęte przez ICGN, zalecając adaptowanie pragmatycznego podejścia, przy uwzględnieniu specyficznych warunków poszczególnych spółek.

Hermes prowadzi w Stanach Zjednoczonych dostosowaną do rynku politykę w zakresie corporate governance, tworząc alianse dotyczące głosowania z Californian Public Employees Retirement System (CalPERS). Na innych rynkach systemy i praktyki corporate governance znacznie się różnią. Hermes ma nadzieję, że zachęcanie spółek do przyjęcia wzorcowych zasad wspieranych przez ICGN stanie się powszechnym standardem, a w długim okresie dobry nadzór korporacyjny przysporzy wartości inwestycjom klientów. Hermes będzie pragmatyczny w stosowaniu zasad ukierunkowanych na dobry (silny) corporate governance, które z czasem mogą stać się częścią prawa.

W dniu 9 października 2002 roku fundusz inwestycyjny Hermes opublikował swoje zasady nadzoru korporacyjnego, czyli „Czego akcjonariusze oczekują od spółek publicznych i czego spółki powinny oczekiwać od swoich inwestorów” [The Hermes 2002]. W dokumencie tym stwierdzono, że spółki uzyskują lepsze wyniki, jeśli istnieje zrozumienie pomiędzy nimi i ich właścicielami. Spółka jest wspólnym przedsięwzięciem zarządzających i właścicieli. Inwestycje w spółki publiczne będą tym korzystniejsze, im lepiej inwestorzy komunikować będą swoje oczekiwania, a spółki lepiej rozumieć, czego się od nich oczekuje.

Głównym zadaniem spółki jest generowanie wartości dla akcjonariuszy w długim okresie, a to powinno bazować na prawidłowej dyscyplinie finansowej, przewadze konkurencyjnej oraz strukturach, które są ekonomiczne, etyczne, społecznie odpowiedzialne i długotrwałe. Najlepsze spółki prowadzą bezpośredni dialog ze swoimi inwestorami.

1.2.1.8. Code of Good Practice Institutional Investors and Corporate Governance (2001)

Kolejnym brytyjskim dokumentem znajdującym się na liście ECGN jest Code of Good Practice Institutional Investors and Corporate Governance, który opublikowany został w styczniu 2001 roku przez Association of Unit Trusts and Investment Funds (AUTIF).

W celu udzielenia pomocy firmom członkom AUTIF opracował dobrowolny kodeks dobrych praktyk dla menedżerów funduszy inwestycyjnych będących akcjonariuszami. Jego celem jest uzupełnienie kodeksów i wytycznych już opublikowanych przez inne podmioty działające na tym polu (AABI, NAPF, Institutional Shareholders Committee).

Kodeks AUTIF rekomenduje, aby menedżerowie funduszy – jeśli to tylko możliwe – brali udział w głosowaniu i informowali swoich inwestorów o polityce dotyczącej głosowania oraz innych problemach corporate governance. Ten ostatni element wyróżnia Kodeks AUTIF od innych kodeksów, tworząc reputację funduszy inwestycyjnych w zakresie przejrzystości i rzetelnego ujawniania. Dobrowolne stosowanie kodeksu dotyczy tylko relacji pomiędzy menedżerami funduszy inwestycyjnych i brytyjskimi spółkami notowanymi na giełdzie. Natomiast w dłuższej perspektywie należy rozważyć korzyści

praktyczne wynikające z rozszerzenia jego rekomendacji na relacje ze spółkami zagranicznymi.

W dniu 7 lipca 2002 roku opublikowano dokument zatytułowany *Review of the role and effectiveness of non-executive directors. A Consultation paper* [Higgs 2002], poddając go konsultacjom. Derek Higgs został poproszony o przeprowadzenie niezależnej oceny efektywności dyrektorów niezarządzających, od których głównie zależą wyniki działania spółek i ich odpowiedzialność. Raport sfinalizowany przed końcem 2002 roku zawiera nie tylko rekomendacje dla rządu i regulatorów, ale również dla działań poszczególnych rad, inwestorów instytucjonalnych i innych. Higgs preferuje podejście oparte na dobrych praktykach, a nie na regulacjach lub legislacji. Proponuje zatem podjęcie debaty mającej na celu pokazanie sposobów działania rad i wkładu w ich pracę dyrektorów niezarządzających. Ma ona służyć wskazaniu możliwości poprawy jakości, niezależności i efektywności dyrektorów niezarządzających. Stanowi to próbę wzmocnienia pozytywnego oddziaływania dobrych praktyk ujętych w *Combined Code* i powiązania ich z promowaniem bardziej skutecznych rad.

W konsekwencji, w dniu 20 stycznia 2003 roku, a więc w pewnym sensie pod wpływem głośniejszych skandali w firmach amerykańskich i brytyjskich, powołana przez rząd Komisja Higgsa opublikowała raport zatytułowany *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* [Higgs 2003], nazywany od nazwiska jej przewodniczącego Raportem Higgsa.

Zgodnie z zapowiedziami poświęcony był on roli i efektywności dyrektorów niezarządzających i komitetów audytu oraz ukierunkowany na doskonalenie obowiązującego *Combined Code*, jak też wykorzystanie sugestii Raportu Smitha. Raport postulował zwiększenie liczby dyrektorów niezarządzających do 50% składu rady dyrektorów i stworzenie odpowiedniego systemu ich wynagradzania, a także ustanowienie silniejszych relacji pomiędzy dyrektorami niezarządzającymi i głównymi akcjonariuszami. Ma to służyć lepszemu monitorowaniu problemów agencji oraz skorelowaniu interesów akcjonariuszy i menedżerów. Solomon uważa, że ważnym osiągnięciem Raportu Higgsa jest zalecenie ustanowienia jednego z dyrektorów niezarządzających głównym reprezentantem interesów akcjonariuszy.

Raport Higgsa proponował, aby co najmniej połowę rady (pomijając przewodniczącego) stanowili dyrektorzy niezarządzający, którzy powinni spotykać się co najmniej raz w roku samodzielnie, bez przewodniczącego, w celu przedyskutowania wyników działania spółki. Należy nominować głównego niezależnego dyrektora, któremu akcjonariusze mogliby przekazywać swoje uwagi. Potencjalni dyrektorzy niezarządzający powinni upewnić się, że posiadają wiedzę, doświadczenie, kwalifikacje i czas dla wywiązywania się z należytą starannością ze swoich obowiązków.

Należy zauważyć, że dobre praktyki do Raportu Higgsa zostały opublikowane przez Financial Reporting Council dopiero w czerwcu 2006 roku.

1.2.1.9. Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles (2002)

Kolejnym dokumentem w długim łańcuchu brytyjskich regulacji corporate governance jest Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles, opublikowany w dniu 21 października 2002 roku przez Institutional Shareholders' Committee [The Responsibilities 2002].

Składa się on zaledwie z pięciu stron, zawierających sześć części tego dokumentu. Pierwsza z nich zatytułowana „Introduction and Scope” informuje, że rozwija on zbiór zasad przedstawionych w 1991 roku w The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK, a także Combined Code on Corporate Governance opublikowanym w czerwcu 1998 roku. Dokument ten ustala dobre praktyki dla akcjonariuszy instytucjonalnych i/lub agentów w zakresie ich odpowiedzialności w stosunku do spółek portfelowych (*investee*). Część druga dotyczy ustalania polityki wykonywania obowiązków. Trzecia odnosi się do monitorowania wyników działania spółek. Część czwarta poświęcona jest interwencjom w razie potrzeby, a piąta – ocenie i raportowaniu. Dokument zamyka część szóstą zatytułowana „Wnioski”, w której stwierdzono, że Komitet inwestorów instytucjonalnych wierzy, iż wdrożenie tych zasad znacząco wzmocni efektywność wypełniania obowiązków przez inwestorów instytucjonalnych i/lub agentów w odniesieniu do spółek, w które zainwestowali. W celu upewnienia się, że realizowany jest ten cel, Komitet inwestorów instytucjonalnych będzie monitorował stosowanie tych zasad, a w razie potrzeby dokonywał ich rewizji lub uaktualnienia co dwa lata w aspekcie doświadczeń i rozwoju rynku.

1.2.1.10. Audit Committees Combined Code Guidance (2003)

Kolejnym dokumentem dotyczącym nadzoru korporacyjnego, przekazany rządowi w styczniu 2003 roku, był Raport Smitha (obowiązujący od 1 lipca 2003 roku), opracowany przez komisję powołaną przez Financial Reporting Council we wrześniu 2002 roku. Stanowił on odpowiedź na sytuację wywołaną upadkiem Enronu i spółki Arthur Andersen, jednej z pięciu największych na świecie firm audytorskich. Istotny wpływ na jego powstanie miał dokument zatytułowany Commission Recommendations, Statutory Auditors' Independence in the EU: A Set of Fundamental Principles (Official Journal, 19.07.2002, OJ L 191/22) wydany przez Komisję Europejską w 2002 roku.

Jego zadaniem było przeanalizowanie roli komitetu audytu w systemie brytyjskiego nadzoru korporacyjnego. Poświęcony on został niezależności biegłych rewidentów. Dotyczył relacji pomiędzy biegłym rewidentem i audytowaną spółką, a także roli i odpowiedzialności funkcjonującego w niej komitetu audytu. Zalecenie powołania komitetu audytu sformułowane zostało już w Raporcie Cadbury'ego i miało służyć monitorowaniu działań menedżerów. Jego rekomendacje stały się również częścią Combined Code umocowanego

przez Listing Rules dla LSE. Biegli rewidenci zobligowani zostali do sprawdzenia, czy struktury corporate governance spółki są w stanie zapewnić im zachowanie niezależności. Dokument ten nie formułował zakazu pełnienia innych niż audyt zadań/usług przez biegłych rewidentów badających daną spółkę, przyjmując w tym względzie podejście opierające się na zasadach.

W czerwcu 2003 roku, na wniosek Departament of Trade & Industry, powstał raport komitetu, któremu przewodniczyła Laura D'Andrea Tyson, będący konsekwencją Raportu Higgsa. Dotyczył on dyrektorów niezarządzających, a konkretnie ich rekrutacji i rozwoju. Komitet stwierdzał, że zróżnicowanie pochodzenia, kwalifikacji i doświadczenia dyrektorów niezarządzających wpływa na skuteczność rady dyrektorów, ponieważ powoduje większe zróżnicowanie wiedzy, punktów widzenia problemów związanych z poprawą wyników działania, strategii i ryzyka spółki. Stwierdzał również, że zróżnicowanie rady powoduje poprawę relacji pomiędzy interesariuszami spółki, ponieważ wówczas lepiej rozumiane są potrzeby tych grup i ich znaczenie dla odniesienia sukcesu przez spółkę. W ten sposób raport ten włączał interesariuszy w proces podejmowania decyzji w korporacji.

1.2.1.11. Redraft of the Combined Code (2003)

W lipcu 2003 roku Financial Reporting Council zaakceptowała zmodyfikowaną wersję Combined Code (Komitet Hampela 1998), wprowadzającą poważne zmiany w zakresie kultury rad. Modyfikacja ta uwzględniła wszystkie 50 zaleceń sformułowanych w Raporcie Higgsa oraz Raporcie Smitha. Financial Services Authority zapowiedział korektę Combined Code w świetle obowiązujących Listing Rules. Kodeks ten formułował 17 zasad głównych i 48 wytycznych. Do najważniejszych jego zaleceń można zaliczyć [Solomon 2007]:

- co najmniej połowę rady powinni stanowić niezależni dyrektorzy niezarządzający;
- naczelny dyrektor zarządzający (CEO) nie powinien być przewodniczącym rady w zarządzanej spółce, poza wyjątkowymi sytuacjami;
- przewodniczący rady powinien być niezależny w momencie dokonywania wyboru;
- mianowany główny niezależny dyrektor (SID) powinien kontaktować się z akcjonariuszami spółki, o ile zgłoszą oni taką potrzebę;
- rady powinny dokonywać formalnej i rygorystycznej oceny swojej działalności, w szczególności w zakresie wyników działania i skuteczności utworzonych w jej ramach komitetów, a także poszczególnych dyrektorów;
- instytucjonalni inwestorzy powinni unikać metody „odhaczania” przy ocenie nadzoru korporacyjnego spółek, w które inwestują;
- spółki powinny stosować rygorystyczne, formalne i przejrzyste procedury przy rekrutowaniu nowych dyrektorów;

- dyrektorzy niezarządzający mogą być ponownie mianowani tylko po upływie sześcioletniej kadencji przy zastosowaniu szczególnie rygorystycznej oceny;
- dyrektorzy niezależni mogą pozostawać w radzie po upływie dziewięcioletniej kadencji w wyniku corocznej reelekcji, ale wówczas nie powinni być uważani za dyrektorów niezależnych;
- rady nie powinny wyrażać zgody, aby dyrektorzy pracujący w pełnym wymiarze czasu pracy byli dyrektorami niezarządzającymi lub przewodniczącymi rady w więcej niż jednej spółce należącej do Top100.

Do podstawowych celów reformy Combined Code należy przeciwdziałanie nadmiernemu wynagradzaniu menedżerów w relacji do wyników finansowych uzyskiwanych przez kierowane przez nich spółki, a także powiększenie aktywności akcjonariuszy, którzy powinni mieć większy wpływ na przejrzystość i odpowiedzialność nadzoru korporacyjnego.

Nowy Combined Code wszedł w życie od 1 listopada 2003 roku.

1.2.1.12. Corporate Governance: A Practical Guide (2004)

Giełda londyńska opublikowała w dniu 24 sierpnia 2004 roku dokument zatytułowany Corporate Governance: A Practical Guide, zawierający wytyczne dla członków rad nadzorczych i pozostałych interesariuszy, opracowane we współpracy z firmą RSM Robson Rhodes LLP. Wytyczne te obejmują szerokie spektrum problemów, takich jak: wybór i rozwój wysokiej jakości rady, planowanie sukcesji i zapewnienie efektywnej pracy rady jako zespołu. Dokument podaje również zakres problemów, do których rada powinna się odnieść, jeśli chce umożliwić spółce pełne wykorzystanie jej potencjału, włączając w to wkład w strategię, skuteczne zarządzanie ryzykiem, komunikację z akcjonariuszami i rozwijanie zintegrowanego podejścia do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Dokument omawia też pracę komitetów rady. Idea powiernictwa musi być wysoko akceptowana przez rady i to bez względu na rozmiar rady i sektor, w którym działa przedsiębiorstwo.

Sukces gospodarki zależy od zdolności zbudowania światowej klasy przedsiębiorstw, będących liderami na konkurencyjnych globalnych rynkach. Dobry nadzór to taki, który rozwija przedsiębiorczość i innowacyjność w ramach struktur odpowiedzialności. Wymaga on solidnej oceny, wysokich standardów uczciwości i transparentności w konsekwentnej realizacji celów biznesu. Omawiany dokument ma być pomocny radom spółek giełdowych w uzyskaniu sukcesu w zarządzaniu i ukierunkowywaniu przedsiębiorstw. Ujęte w nim dobre praktyki dotyczące wzrostu efektywności rad mogą być pomocne w osiągnięciu przez nie strategicznych celów i budowie trwałej wartości przedsiębiorstw w oparciu o znowelizowany Combined Code on Corporate Governance, obowiązujący od 1 listopada 2003 roku wszystkie inkorporowane spółki notowane na giełdzie londyńskiej. Zobligowane były one do ujawnienia, w jaki sposób zastosowały zasady, chociaż forma i zawartość tej części ujawnień nie były ustalone.

Spółki zobligowane były do potwierdzenia przestrzegania zasad kodeksowych oraz wyjaśnienia jakichkolwiek odchyień od ich realizacji. W preambule do omawianego kodeksu podkreślono, że ocena spółki w aspekcie nadzoru powinna uwzględniać specyfikę jej otoczenia, rozmiar i złożoność biznesu, jak też ryzyko i wyzwania przed nią stojące. Powinien on również być użyteczny dla spółek notowanych na Alternative Investment Market (AIM), chociaż formalnie Combined Code nie odnosi się do spółek notowanych na tym rynku.

Rok 2005 obfitował w publikacje dotyczące dobrych praktyk. W dniu 30 czerwca wydano Good Governance: The Code of Governance for the Voluntary and Community Sector, miesiąc później Pension Scheme Governance – fit for the 21-st Century: A Discussion Paper from NAPE. Również w lipcu wydany został dokument Corporate Governance in Central Governments: Code of Good Practice, a w październiku Internal Control: Revised Guidelines for Directors on the Combined Code. Trzy pierwsze dokumenty odnosiły się do sektorów, które nie są przedmiotem rozważań w niniejszym opracowaniu, więc nie będą omówione. Na wyeksponowanie zasługuje natomiast czwarta ze wspomnianych publikacji, a mianowicie wydany w dniu 13 października 2005 roku przez Financial Reporting Council dokument zatytułowany Internal Control: Revised Guidelines for Directors on the Combined Code, będący zweryfikowaną wersją Raportu Turnbulla z 1999 roku, który stał się obowiązujący od 1 stycznia 2006 roku.

Stworzenie efektywnego systemu kontroli wewnętrznej wymaga nieustannego dostosowywania go do nowych ryzyk, eliminowania słabości kontroli, odpowiadania na oczekiwania rynku i zmiany zachodzące w otoczeniu spółki i jej celach biznesowych. Grupa rewizyjna podkreśliła konieczność regularnych i rutynowych ocen ryzyk obciążających spółkę oraz znaczenie wdrożenia systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej procesów biznesowych. Realizacja tego obowiązku jest zadaniem rady. Oświadczenie o kontroli wewnętrznej pomaga akcjonariuszom zrozumieć problemy spółki związane z ryzykiem i kontrolą oraz wyjaśnia, jak tworzy ramy kontroli wewnętrznej służące rozwiązywaniu tych problemów, a także jak rada dokonuje rewizji efektywności tych ram. Dyrektorzy powinni w sposób ciągły zapewniać, że te zalecenia są realizowane.

Trzy najważniejsze nowelizacje zapisów Internal Control: Revised Guidelines for Directors on the Combined Code to [Internal Control 2005]:

- potwierdzenie podjęcia działań sanacyjnych przywracających efektywność systemu kontroli wewnętrznej;
- komunikowanie akcjonariuszom procesów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej;
- ciągła rewizja i uaktualnianie kontroli wewnętrznej.

Nowe zalecenia wyraźnie podkreślają, że tworzenie efektywnego systemu kontroli wewnętrznej nie jest wydarzeniem jednorazowym. Przedsiębiorstwa działają w dynamicznym otoczeniu i systemy kontroli muszą być regularnie rewidowane i uaktualniane.

1.2.1.13. The Combined Code on Corporate Governance (2006)

W czerwcu 2006 roku opublikowano dwa dokumenty – Good Practice Suggestions from the Higgs Report oraz The Combined Code on Corporate Governance. O pierwszym z nich wspomniano przy prezentacji Raportu Higgasa z 2003 roku, a ponieważ został on zastąpiony przez przedstawiony w następnym rozdziale dokument Guidance on Board Effectiveness natomiast wydany przez Financial Reporting Council w marcu 2011 roku, nie będzie podlegał dalszej analizie. Omówiony zostanie natomiast drugi dokument.

W styczniu 2006 roku rozpoczęła konsultacje dotyczące zmiany obowiązującego Combined Code (2003), które poprzedziła ocena postępów w zakresie jego implementacji. Badanie to wykazało, że Combined Code jest skutecznie stosowany i istotne zmiany w jego postanowieniach nie są potrzebne. Zdaniem FRC konieczne było znowelizowanie następujących obszarów:

- złagodzenie obowiązujących zaleceń i umożliwienie przewodniczącemu rady zostanie członkiem komitetu wynagrodzeń;
- dodanie nowych przepisów, w tym dotyczących powstrzymania się przedstawicieli od głosowania („*vote withheld*” box) w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy;
- publikowanie wyników głosowania nad uchwałami przeprowadzanego przez podniesienie ręki.

Konsultacje zakończyły się 21 kwietnia 2006 roku, a wynikające z nich propozycje zmian znalazły odzwierciedlenie w nowej wersji Combined Code [The Combined Code 2006].

Znowelizowany Combined Code wchodził w życie (z uwagi na konsultacje wymagane przez reguły notowania) od połowy 2007 roku. Jednakże Financial Services Authority zachęcała spółki i inwestorów giełdowych do dobrowolnego stosowania zrewidowanego kodeksu już w raportowaniu okresów obrachunkowych rozpoczynających się po 1 listopada 2006 roku.

W preambule do tego dokumentu stwierdzono, że wszystkie spółki powinny starać się przestrzegać jego zapisów, w tym te nienależące do FTSE350, a także mające inną strukturę rady spółki inwestycyjne.

Omawiany kodeks wprowadzał nowe zasady odnoszące się do roli przewodniczącego rady i głównego dyrektora zarządzającego, struktury rady dyrektorów i trzech głównych jej komitetów – nominacji, wynagrodzeń i audytu. Spółki powinny w całości przestrzegać zaleceń kodeksu lub zgodnie z zasadą *comply or explain* zadowalająco wyjaśniać powody nieprzestrzegania niektórych z nich. Nadawał on też większą rangę roli dyrektorów niezarządzających w strukturach nadzoru korporacyjnego spółki i procesie podejmowania decyzji i podkreślał wagę zachowania przez dyrektorów niezarządzających niezależności.

W 2007 roku jedynie jedna trzecia spółek notowanych na giełdzie w całości przestrzegała zaleceń niniejszego kodeksu, jednakże poszczególne jego elementy wdrożone były w znacznie większym procencie (90%) w odniesieniu

do rozdziału ról głównego dyrektora zarządzającego i przewodniczącego rady [Review of the impact 2007].

W lutym 2007 roku British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA) oraz grupa znaczących funduszy *private equity* zleciła Davidowi Walkerowi dokonanie przeglądu adekwatności i przejrzystości ujawnień w celu rekomendowania zbioru wytycznych do dobrowolnego zastosowania w reprezentowanym przez nich sektorze. W konsekwencji, w lipcu 2007 roku poddane zostały konsultacjom, a w dniu 20 listopada tegoż roku opublikowane wytyczne Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity [Guidelines for Disclosure 2007].

Raport skupia się na dużych firmach *private equity* i spółkach tworzących ich portfolio, zachęcając je do zbierania, przetwarzania i raportowania danych w skali sektora. Do takiego rozszerzonego raportowania zobligowane zostały spółki mające autoryzację FSA, generujące ponad 50% swoich przychodów w Zjednoczonym Królestwie, zatrudniające w pełnym wymiarze czasu pracy więcej niż 1000 osób oraz uzyskujące z transakcji (*public-to-private*) na rynku ponad 300 mln funtów lub z transakcji prywatnych ponad 500 mln funtów. Zdaniem D. Walkera kryteria te w roku 2007 spełniało 65 spółek.

Rozszerzone raporty, oprócz spółek portfolio, powinny sporządzać też fundusze *private equity* i umieszczać je na swojej stronie internetowej. Powinny one też dbać o właściwą komunikację z pracownikami. Przestrzeganie rekomendacji monitorowane będzie przez komitet, którego członkowie nie będą zależni od tych funduszy. Postuluje się również, aby BVCA podjęła kroki zachęcające inne fundusze do ich dobrowolnego przestrzegania.

1.2.2. Brytyjskie regulacje corporate governance powstałe po 2007 roku

1.2.2.1. Combined Code on Corporate Governance (2008)

Światowy kryzys finansowy, który nastąpił od drugiej połowy 2007 roku, miał bardzo poważne i wieloaspektowe reperkusje dla Wielkiej Brytanii. Znajdują one odzwierciedlenie w licznych dokumentach ukierunkowanych na sanację brytyjskiego corporate governance. Jednym z nich był Combined Code on Corporate Governance znowelizowany przez Financial Reporting Council w czerwcu 2008 roku [The Combined Code 2008].

Struktura tego dokumentu jest identyczna z jego wersją pochodzącą z 2006 roku. Kodeks ten obowiązywał dla okresów obrotowych rozpoczynających się od 29 czerwca 2008 roku wraz z nowymi regułami corporate governance przygotowanymi przez Financial Services Authority, wdrażającymi europejskie wymogi odnoszące się do komitetów audytu i oświadczeń o stosowaniu nadzoru korporacyjnego (Załącznik C). Przyjęto, że obszary zgodne z zaleceniami Combined Code są jednocześnie kompatybilne z tymi regułami. Jeśli spółka nie będzie przestrzegać przepisów kodeksu, to musi wy-

jaśnić tego powody oraz pokazać, że spełnia minimalne wymogi ustalone przez reguły.

Stwierdzono (punkt 2 preambuły), że Combined Code nie jest sztywnym zbiorem przepisów, ale zbiorem wytycznych dotyczących dobrych praktyk rady, powstałym w efekcie konsultacji i doświadczeń gromadzonych na przestrzeni wielu lat. Zakłada się, że spółki będą przestrzegać jego zaleceń, jednocześnie uznając, że jego nieprzestrzeganie może być uzasadnione tylko wówczas, kiedy dobry nadzór korporacyjny może być zapewniony innymi sposobami. Powody nieprzestrzegania zaleceń muszą zostać wyjaśnione akcjonariuszom. Ocena ta może wpłynąć na wyniki głosowania akcjonariuszy. Inwestorzy i rady spółek bardzo cenią elastyczność oferowaną przez podejście *comply or explain* i jego wpływ na osiąganie coraz lepszego nadzoru korporacyjnego.

Z kolei punkt 3 preambuły informuje, że zgodnie z Listing Rules – opracowanymi przez Financial Services Authority – spółki brytyjskie notowane na rynku podstawowym (Main Market) London Stock Exchange, w raporcie rocznym powinny opisywać nadzór korporacyjny w dwóch aspektach, czyli z punktu widzenia podejścia do głównych zasad kodeksu oraz wyjaśniania nieprzestrzegania określonych zaleceń. Powinno to umożliwić akcjonariuszom uzyskanie klarownego i zrozumiałego obrazu nadzoru korporacyjnego w spółce w relacji zarówno do Combined Code, jak i dobrych praktyk.

Spółki i akcjonariusze są wspólnie odpowiedzialni za zapewnienie, aby zasada *comply or explain* była efektywną alternatywą dla systemu opartego na regulach. Odpowiednie relacje pomiędzy radami dyrektorów i inwestorami spółek mają kluczowe znaczenie dla kształtowania zdrowego systemu corporate governance w Zjednoczonym Królestwie.

Financial Services Authority zapowiedziała regularne rewizje Combined Code. Przegląd dokonany w 2007 roku rozwiął obawy co do zawartości i zakresu oddziaływania tego dokumentu.

1.2.2.2. A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations (2009)

W lutym 2008 roku Premier Wielkiej Brytanii poprosił D. Walkera o dokonanie przeglądu corporate governance w bankach brytyjskich, a głównie praktyk ich rad dyrektorów. Celem tej rewizji było zaproponowanie sposobów poprawy nadzoru korporacyjnego w brytyjskich bankach, szczególnie w zakresie zarządzania ryzykiem. Kryzys finansowy ujawnił bowiem, że w tych podmiotach występują poważne słabości w zakresie ostrożności zarządzania oraz nadzoru korporacyjnego. Wyniki tej rewizji wykazały brak równowagi pomiędzy ograniczoną odpowiedzialnością akcjonariuszy za długi ich firm finansowych, a nieograniczoną odpowiedzialnością podatników w przypadku konieczności ich ratowania publicznymi pieniędzmi. Ogromne straty i będące ich konsekwencją liczne bankructwa następujące w sektorze finansowym zmusiły państwo do zorganizowania bezprecedensowej, bardzo dużej pomocy publicznej dla tych podmiotów.

W dniu 16 lipca 2009 roku opublikowany został Raport Walkera, a w dniu 26 listopada 2009 roku finalna jego wersja zatytułowana *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations* [Walker 2009]. Ten obszerny, liczący łącznie 184 strony, dokument obejmuje przedmowę, opis zawartości oraz siedem rozdziałów i 14 załączników. Jego struktura jest następująca:

Przedmowa

Opis zawartości i rekomendacje

Rozdział 1: Wprowadzenie, kontekst i zakres

Rozdział 2: Rola i skład rady

Rozdział 3: Wielkość, struktura i kwalifikacje rady

Rozdział 4: Funkcjonowanie rady i ocena wyników jej działania

Rozdział 5: Rola inwestorów instytucjonalnych: komunikacja i zaangażowanie

Rozdział 6: Nadzorowanie ryzyka

Rozdział 7: Wynagradzanie

Rekomendacje Raportu Walkera dotyczyły banków, ale sformułowane zostały z myślą o wszystkich przedsiębiorstwach sektora finansowego, a także inwestorach instytucjonalnych. Koncentrowały się one na: skuteczności zarządzania ryzykiem na poziomie rady, w tym na tworzeniu systemu wynagradzania motywującego do efektywnego zarządzania ryzykiem, budowie równowagi kwalifikacji, doświadczenia i niezależności wymaganych od rad banków brytyjskich, efektywności działania rady, wynikach działania komitetów: audytu, ryzyka, wynagrodzeń oraz nominacji, roli instytucjonalnych akcjonariuszy w przedsiębiorstwie i monitorowaniu rad, sprawdzaniu, czy podejście stosowane przez Zjednoczone Królestwo jest zgodne z międzynarodową praktyką, a także poszukiwaniu sposobów zapewnienia rozwoju krajowych i międzynarodowych dobrych praktyk [Walker 2009]. Uwzględniały one wytyczne przyjęte przez Committee of European Banking Supervisors oraz Komisję Europejską (29 kwietnia 2009 roku) w sprawie wynagrodzeń w sektorze usług finansowych [European Commission 2009]. Państwa członkowskie miały gwarantować, aby instytucje finansowe w stosunku do pracowników podejmujących ryzyko stosowały politykę wynagradzania zgodną z zasadami racjonalnego i efektywnego nim zarządzania. Przedstawiono też wytyczne dotyczące struktury płac, procesu opracowywania i realizacji polityki wynagrodzeń, w tym dyrektorów, a także roli organów nadzorczych w zakresie kontroli polityki wynagrodzeń w instytucjach finansowych. Komisja promowała przestrzeganie dobrych praktyk, a nie sformalizowanych regulacji w zapewnianiu dobrego corporate governance. Rekomendacje (38) tego raportu umożliwiały podjęcie odpowiednich kroków dla przywrócenia zaufania do banków i pozostałych instytucji finansowych.

Raport Walkera formułował pięć następujących kluczowych wniosków:

- jednoszczeblowa rada dyrektorów oraz obowiązujący, opracowany przez FRC, Combined Code, nadal są adekwatne do potrzeb;
- słabości w działalności rad wynikają głównie z zachowania, a nie ze sposobu ich organizacji; należy wdrożyć proces stawiania wyzwań dyrektorom zarządzającym, a za jego stworzenie powinni odpowiadać dyrektorzy niezarządzający;
- dyrektorzy niezarządzający muszą koniecznie zwracać większą uwagę na zarządzanie ryzykiem, a w działaniach tych wspomagani być powinni przez Chief Risk Officer;
- aktywne angażowanie się należy do obowiązków akcjonariuszy, w przypadku funduszy wzajemnych wynika ono ze Stewardship Code;
- konieczne jest wprowadzenie odpowiedniej motywacji dla zapewnienia dobrego nadzoru na poziomie rady; wynagrodzenia najważniejszych pracowników firmy (nie tylko rady) powinny być ściśle powiązane ze średnio- i długoterminowym ryzykiem oraz wynikami działania.

Z kolei najważniejsze rekomendacje Raportu Walkera to [Walker Review: Final 2009]:

- dyrektorzy niezarządzający powinni poświęcić 30–36 dni rocznie na wykonywanie swoich obowiązków w spółce, powinni oni być poddawani ściślejszej kontroli przez FSA;
- przewodniczący rady dużego banku powinien poświęcić rocznie dwie trzecie swojego czasu pracy na wykonywanie obowiązków związanych z tą funkcją;
- przewodniczący Banks and Other Financial Institutions (BOFI) powinien podlegać elekcji co roku;
- inwestorzy instytucjonalni powinni zgłosić przestrzeganie Stewardship Code;
- banki notowane na FTSE100 oraz spółki ubezpieczeń na życie powinny ustanowić w radzie odrębny komitet zarządzania ryzykiem, któremu przewodniczyć powinien dyrektor niezarządzający;
- komitet ryzyka powinien mieć uprawnienia do analizy, a w razie potrzeby – do blokowania dużych transakcji;
- główny dyrektor zarządzający ryzykiem powinien składać raporty bezpośrednio BOFI;
- komitety wynagrodzeń powinny być uprawnione do analizy wynagrodzeń wypłacanych w firmie;
- banki należące do FTSE100 i podobne instytucje niewchodzące w skład tego indeksu zobligowane są do ujawniania zarobków pracowników, które przekroczyły wartość 1 mln funtów rocznie;
- jeśli raport dotyczący wynagrodzeń jest zaakceptowany mniejszą liczbą głosów niż 75%, przewodniczący komitetu wynagrodzeń musi poddać się reelekcji w nadchodzącym roku;

- stwierdzono również, że Financial Reporting Council powinna sfinansować opracowanie kodeksu dla inwestorów instytucjonalnych; będzie też monitorowała jego przestrzeganie oraz raportowanie przez dyrektorów funduszy.

Końcowy Raport Walkera, opublikowany w listopadzie 2009 roku, rekomendował poszerzenie zakresu odpowiedzialności FRC za rozwój dobrych praktyk powiernictwa w brytyjskich spółkach giełdowych, a także zachętę do ich stosowania przez inwestorów instytucjonalnych [Sarkar, Jay, Manley 2010]. Opracowany przez Institutional Shareholders' Committee Code on the Responsibilities of Institutional Investors powinien zostać ratyfikowany przez FRC, stając się Stewardship Code (kodeksem powiernictwa) opartym na zasadzie *comply or explain*, ocenianej regularnie przez FRC, która powinna również zapewnić odpowiedni, niezależny nadzór nad tym kodeksem. Według Walkera [Review of the Combined Code 2009] podejście *comply or explain* lansowane przez Combined Code, w połączeniu z ostrzejszymi wymogami kapitałowymi i płynności oraz zaostrzonymi regulacjami ze strony FSA, pozostaje najlepszą drogą prowadzącą do poprawy praktyk corporate governance, przy uwzględnieniu specyficznych dla BOFI aspektów. Przepisy Stewardship Code powinny obowiązywać również inwestorów zagranicznych. Rząd powierzył FRC odpowiedzialność za przygotowanie Stewardship Code.

Wytyczne te obowiązywały od 1 stycznia 2010 roku. O stopniu ich implementacji przez spółki notowane na giełdzie decydował zakres uwzględnienia rekomendacji Walkera w aktualizowanym Combined Code.

1.2.2.3. Review of the Combined Code: Final Report (2009)

Financial Reporting Council dokonała rewizji zakresu oddziaływania i implementacji Combined Code, w konsekwencji której w dniu 1 grudnia 2009 roku opublikowała celem konsultacji Review of the Combined Code: Final Report. Była to już trzecia weryfikacja Combined Code podjęta od czasu przejścia przez FRC odpowiedzialności za ten dokument w 2003 roku. Pierwotnie planowano przeprowadzenie jej w 2010 roku, ale w świetle istotnych zmian w gospodarce, jakie nastąpiły od nowelizacji przeprowadzonej w 2007 roku, oraz przeglądu nadzoru w bankach i innych instytucjach finansowych, zdecydowano się na wcześniejsze jej przeprowadzenie.

Przegląd FRC, który rozpoczął się w marcu 2009 roku, był ukierunkowany na badanie wpływu i efektywności Combined Code. Pierwsze konsultacje zakończyły się w maju, drugie – dotyczące wersji roboczej dokumentu wydanej w lipcu – zakończyły się w październiku. Opublikowany w grudniu kodeks podlegał dalszym konsultacjom, które zakończyły się 5 marca 2010 roku. Znowelizowany kodeks obowiązywał dla okresów obrachunkowych rozpoczynających się 29 czerwca 2010 roku.

W jego preambule stwierdzono, że uwzględnione nowe zasady w szczególności dotyczą roli przewodniczącego i dyrektorów niezarządzających, składu

rady, poziomu zaangażowania oczekiwanego od dyrektorów i odpowiedzialności rady za ryzyko. Proponował on również wzmocnienie wytycznych dotyczących rozwoju dyrektorów, oceny rady i częstości reelekcji dyrektorów. Ważne stało się utrzymanie integralności kodeksów spółek i niedodawanie zaleceń specyficznych dla sektora w celu rozwiązywania problemów powstałych w systemie zarządzania i nadzorowania banków oraz innych instytucji finansowych.

Zawartość Review of the Combined Code: Final Report jest następująca [Review of the Combined Code 2009]:

- Opis zawartości s. 2
- Część 1. Proces rewizji s. 5
- Część 2. Główne wnioski s. 6
- Część 3. Analiza i wyniki s. 11
- Odpowiedzialność przewodniczącego i dyrektorów s. 12
- Równowaga i skład rady s. 14
- Częstotliwość reelekcji dyrektora s. 17
- Informowanie, rozwój i wspomaganie rady s. 19
- Ocena rady s. 21
- Zarządzanie ryzykiem i kontrola wewnętrzna s. 24
- Wynagrodzenie s. 27
- Jakość sprawozdawczości w spółce s. 29
- Relacje pomiędzy radą a akcjonariuszami s. 31
- Inne problemy.

Przeprowadzona rewizja wykazała konieczność zweryfikowania struktury Combined Code, zachęcając do większego skupienia się na działaniu rady. Otóż stosowanie zasady *comply or explain* dotyczyć miało również: oceny rady, przeprowadzania rewizji zewnętrznej co najmniej co trzy lata, przewodniczący wspólnie z dyrektorami powinien regularnie przeprowadzać weryfikację jej rozwoju, spółki powinny raportować odnośnie do realizowanego modelu biznesu i całościowej strategii finansowej. Konsultacje miały wskazać, czy wprowadzać zasadę *comply or explain* w odniesieniu do rekomendowanej corocznej reelekcji przewodniczącego i pozostałych członków rady.

Postulowano również wprowadzenie zmian do części Combined Code poświęconej wynagrodzeniom w celu wyeksponowania potrzeby powiązania sposobu wynagradzania z długoterminowym interesem spółki i polityką dotyczącą ryzyka i systemów nim zarządzania. Wyniki konsultacji miały zdecydować, gdzie spółki będą umieszczać te informacje, czy w raporcie rocznym, czy na swojej stronie internetowej.

Proponowano też usunięcie fragmentu kodeksu (Części E) odnoszącej się do akcjonariuszy instytucjonalnych z powodu powstania Stewardship Code oraz odpowiednich rozwiązań nadzoru korporacyjnego.

Postulowano zmianę nazwy Combined Code na The UK Corporate Governance Code, w celu ustalenia jego statusu jako brytyjskiego standardu

corporate governance. Nazwa Combined Code wprowadzona została przez Komitet Hampela w 1998 roku, kiedy łączył on Kodeksy Cadbury'ego i Greenbury'ego, i nie była już adekwatna.

Zgodnie z rekomendacjami Walkera FRC przejęła odpowiedzialność za Stewardship Code dla inwestorów instytucjonalnych i przygotowanie praktycznego przewodnika (wytycznych) dla dobrych praktyk w zakresie relacji pomiędzy spółkami i inwestorami.

Postulowano też, aby FRC przeprowadziła w 2010 roku rewizję Turnbull Guidance, dotyczącego kontroli wewnętrznej. FRC zleciła Institute of Chartered Secretaries and Administrators (ICSA) uaktualnienie zbioru dobrych praktyk zawartych w Raporcie Higgisa z 2003 roku, który odnosi się do roli przewodniczącego i dyrektorów niezarządzających.

W konsekwencji przeprowadzonej rewizji FRC zaproponowała kilka zmian w zawartości Combined Code oraz korektę reguł notowania i Disclosure and Transparency Rules przed wejściem w życie znowelizowanej wersji Combined Code, czyli do 29 czerwca 2010 roku.

1.2.2.4. Audit Firm Governance Code (2010)

Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) podaje, że projekt Audit Firm Governance Code jest rezultatem Rekomendacji 14 pochodzącej z raportu sporządzonego w październiku 2007 roku przez Market Participants Group (MPG), stwierdzającego, że każda firma audytująca podmiot publiczny powinna przestrzegać zaleceń wynikających z dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego lub wyjaśnić, dlaczego tego nie czyni.

Market Participants Group utworzona została przez UK Financial Reporting Council dla doradztwa w pracach związanych z Choice in the UK Audit Market, która również zaprosiła ICAEW do wsparcia przestrzegania Rekomendacji 14 poprzez opracowanie kodeksu. W tym celu powstała niezależna Audit Firm Governance Working Group, pracami której kierował Norman Murray.

Audit Firm Governance Code, opublikowany w styczniu 2010 roku, odnosi się do ośmiu firm audytorskich, które audytują około 95% spółek notowanych na giełdzie londyńskiej. Working Group rekomendowała, aby kodeks ten miał zastosowanie w firmach, które audytują więcej niż dwadzieścia spółek notowanych na giełdzie dla okresów obrotowych rozpoczynających się po 1 czerwca 2010 roku. Kodeks ten tworzył wzorzec dobrych praktyk dla tych podmiotów, natomiast inne powinny dobrowolnie go adaptować w całości lub w części.

Podstawowym celem Audit Firm Governance Code jest zapewnienie formalnego benchmarku dla dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, umożliwiając spółkom notowanym na giełdzie raportowanie akcjonariuszom o korzyściach im przysparzanych. Miał on też pomóc innym interesariuszom, a mianowicie dyrektorom, w szczególności członkom komitetu audytu po-

noszącym odpowiedzialność za wybór audytorów, regulatorom odpowiadającym za tworzenie zaufania do jakości audytu oraz partnerom i pracownikom firm audytorskich.

Reputacja ma dla firm audytorskich niezmiernie ważne znaczenie, a jednym ze sposobów umożliwiających pozyskiwanie publicznego zaufania jest przestrzeganie dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Wyzwania, jakie stawia przed tymi firmami nadzór korporacyjny, są inne od tych odnoszących się do spółek notowanych na giełdzie.

Bazując na UK Corporate Governance Code, szczególnie na podejściu *comply or explain*, Audit Firm Governance Code, jako pierwszy na świecie, ustala zasadę, że firmy audytorskie powinny mianować do swoich struktur nadzorczych niezależnych niezarządzających dyrektorów. Dokument ten kodyfikuje wiele istniejących dobrych praktyk, wiążąc je z regułami, których według prawa firmy audytorskie jako spółki osobowe muszą przestrzegać.

W celu przygotowania kodeksu Working Group przeprowadziła dwie konsultacje. Pierwsza z nich odbyła się w okresie listopad 2008–styczeń 2009 roku i służyła ustaleniu najważniejszych problemów, które powinny być zawarte w wersji roboczej kodeksu. Druga konsultacja przeprowadzona została w okresie lipiec–październik 2009, a jej efektem było opracowanie wersji roboczej Audit Firm Governance Code mającego następującą strukturę [The Audit Firm 2010]:

- Wprowadzenie s. 2
- A. Przywództwo s. 5
- B. Wartości s. 5
- C. Niezależni niezarządzający s. 6
- D. Operacje s. 7
- E. Raportowanie s. 9
- F. Dialog s. 10

Ponadto zawiera on trzy załączniki, z których pierwszy dotyczy „Zaangażowania niezależnych niezarządzających” (s. 11), drugi zawiera „Rozważania dotyczące niezależności” (s.13), trzeci natomiast prezentuje członków Working Group i zakres ich uprawnień (s.14).

Working Group opracowała kodeks, który służyć ma interesom akcjonariuszy spółek notowanych na giełdzie, dla których audytorzy sporządzają raporty. Ma wspierać firmy ukierunkowane na świadczenie wysokiej jakości usług, budujące zaufanie akcjonariuszy. Jest on również korzystny dla rynku kapitałowego, gdyż przyczynia się do redukcji ryzyka wyjścia z rynku dużych spółek audytorskich na skutek utraty zaufania publicznego. Wyjście takie nie tylko sygnalizuje straty z inwestycji w reputację firmy, ma też negatywny wpływ na funkcjonowanie rynków, a także ogranicza odbiorcom usług audytorskich możliwość dokonywania wyboru. Working Group wyznaczyła kodeksowi pełnienie czterech następujących dodatkowych ról:

- wpływ na obraz firm jako widocznych dobrych przykładów stosowania dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego;
- wzbogacanie raportów firmy pod względem transparentności;
- zachęcanie do zmian w nadzorze mających na celu usprawnienie zarządzania firmami;
- wzmocnienie reżimu regulacyjnego poprzez uzyskanie transparentnego i efektywnego nadzoru bez nadmiernych regulacji.

Audit Firm Governance Code ma strukturę podobną do UK Corporate Governance Code dla spółek giełdowych. Zawiera on 20 zasad i 31 zaleceń.

Określa on (zasada E.4), że firma powinna publicznie raportować, w jaki sposób zastosowała w praktyce każdą z jego zasad, z wyjątkiem zasady odnoszącej się do dialogu z akcjonariuszami (F.2) i dotyczącej głosowania na podstawie adekwatnych informacji (F.3). Powinna ona również sporządzać sprawozdanie z przestrzegania zaleceń kodeksu lub wyczerpująco wyjaśniać powody ich nieprzestrzegania.

Working Group uznaje, że kodeksy corporate governance opracowane dla spółek giełdowych są ważnym punktem odniesienia. Zwraca uwagę, że firmy audytorskie są generalnie spółkami partnerskimi, którymi zwykle zarządzają właściciele. Natomiast spółki notowane na giełdzie muszą rozwiązywać problemy wynikające z konfliktów agencyjnych (rozdzielenia własności i kontroli). Z tego powodu Working Group musiała dokonywać wyborów kwestii ujętych w UK Corporate Governance Code. Ponadto uznała ona, że firmy audytorskie są profesjonalnymi podmiotami, zobligowanymi do działania w sposób uwzględniający interes publiczny.

Kodeks odnosi się więc do tych obowiązków, które muszą być spełniane przez wszystkich zarządzających firmą i jej struktury nadzoru. Working Group zauważa również, że audyt podlega szerokim regulacjom i wobec tego, tam gdzie jest to zasadne, kodeks odnosi się do adekwatnych regulacji, dotyczących standardów audytu, kontroli jakości, wymogów w zakresie raportowania etyki i transparentności.

Jedno z zasadniczych zaleceń kodeksu dotyczy zaangażowania w firmie niezależnych dyrektorów niezarządzających, co odzwierciedla pogląd, że regulacje nie stanowią substytutu efektywnego nadzoru, a dobry nadzór uzupełnia regulacje w promowaniu wysokiej jakości audytu. Firmy audytorskie często dzielą działania, markę i reputację z biznesami, które nie podlegają lub tylko w niewielkim stopniu podlegają regulacjom. Powoduje to wysokie ryzyko dla reputacji i ciągłości działania firmy, a szczególnie dla praktyki audytorskiej.

Kodeks przewiduje, że angażowanie niezależnych niezarządzających dyrektorów przyczyni się do pomniejszenia tego ryzyka, jak też zwiększenia zaufania do procesu podejmowania decyzji w firmie oraz zapewni, że obawy interesariuszy będą komunikowane najwyższym szczeblem zarządzania.

Celem załączników 1 i 2 do kodeksu jest wspomaganie implementacji jego zasad przez spółki i ich interesariuszy. Załącznik 1 wyjaśnia angażowanie

niezależnych niezarządzających dyrektorów w świetle statusu firmy, jako spółki osobowej, podlegającej regulacjom prawnym. Załącznik 2 określa warunki potencjalnego wpływu dyrektorów niezależnych na niezależność audytorów, np. zakaz dostępu dla niezależnych dyrektorów niezarządzających do materiałów roboczych audytu. Te nowe obszary nadzoru i uzgodnienia dotyczące niezależnego monitorowania muszą być ustalone pod auspicjami FRC i podlegać rewizji oraz ocenie implementacji w praktyce nie później niż w okresie czterech lat po jego opublikowaniu.

Reasumując, do najważniejszych korzyści wynikających z implementacji Audit Firm Governance Code można zaliczyć: wprowadzenie niezależnych dyrektorów niezarządzających, zwiększenie transparentności, kreowanie zaufania do poszanowania interesu publicznego, wzmocnienie dialogu z akcjonariuszami oraz wyeksponowanie problemów związanych z konkurencją i dokonywaniem wyborów.

1.2.2.5. The UK Stewardship Code (2010)

Wnioski wyciągnięte z kryzysu finansowego spowodowały, że ówczesny rząd brytyjski powołał Komitet Walkera celem zrewidowania roli brytyjskich banków i innych instytucji finansowych. Sporządzony raport rekomendował poprawę zakresu i skuteczności angażowania akcjonariuszy w spółki. Postulował również opracowanie przez FRC nowego Stewardship Code, ustalającego dobre praktyki w zakresie zaangażowania akcjonariuszy.

Raport, który w grudniu 2009 roku przedstawiła FRC, odnoszący się do oceny Combined Code, potwierdzał akceptację stosowania zasady *comply or explain* zarówno przez inwestorów, jak i akcjonariuszy. Jednakże wyrażał poważne zastrzeżenia w kwestii efektywności relacji pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi i radami spółek giełdowych.

Po szerokich konsultacjach zdecydowano, że nowy kodeks powinien bazować na dokumencie zatytułowanym Code on the Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents wydanym przez Institutional Shareholders Committee (ISC) w 2009 roku [Heineman 2010]. Walker uważał, że nazwa tego kodeksu powinna zostać przemianowana na Stewardship Code, a odpowiedzialność za jego opracowanie powinna przejść FRC. FRC wyraziła na to zgodę i wkrótce rozpoczęła konsultacje służące zapewnieniu jego efektywnego stosowania.

Dnia 2 lipca 2010 roku FRC opublikowała nową wersję Stewardship Code [The UK Stewardship 2010] dla inwestorów instytucjonalnych. Był to zbiór dobrych praktyk, które miały za zadanie kształtować zaangażowanie akcjonariuszy w spółki oraz ujawnianie tych działań. Akcjonariusze również powinni stosować podejście *comply or explain* lansowane przez Corporate Governance Code opracowany już wcześniej przez FRC. Oznacza to, że jeśli menedżerowie funduszy lub inwestorzy instytucjonalni nie stosują się do obowiązujących zasad, muszą wyjaśnić tego powody na stronie internetowej

spółki. Informacja taka przekazywana jest również do Financial Reporting Council. Przymus poinformowania o nieprzestrzeganiu tych zasad wynika z wymogów Financial Services and Markets Act 2000 oraz Listing Rules.

UK Stewardship Code ukierunkowany jest na inwestorów instytucjonalnych, uprawnionych do głosowania w spółkach brytyjskich. Jego głównym celem jest zmuszenie inwestorów instytucjonalnych, zarządzających pieniędzmi należącymi do innych ludzi, do aktywności i zaangażowania w interesie ich właścicieli. Skoro właściciele wynajęli instytucjonalnych inwestorów (menedżerów), delegując na nich obowiązek działania w ich imieniu, to odpowiedzialnością tych menedżerów staje się działanie w najlepszym interesie pryncypałów⁷.

Kodeks ten zawiera siedem podanych poniżej zasad. Określają one, że inwestor instytucjonalny powinien:

- publicznie ujawniać politykę dotyczącą realizacji obowiązków wynikających z powiernictwa;
- posiadać silną politykę zarządzania konfliktami interesów związaną z powiernictwem, która powinna być upubliczniona;
- monitorować spółki, w które inwestuje;
- ustalić jasne wytyczne, kiedy i jak rozpocząć działania będące metodą zabezpieczania i powiększania wartości dla akcjonariuszy;
- podejmować działania kolektywne z innymi inwestorami, tam gdzie to konieczne;
- posiadać wyraźną politykę dotyczącą głosowania i ujawniania jego wyników;
- raportować okresowo w kwestii powiernictwa i głosowania.

Według przewidywań raportu z 2009 roku (§ 1.11) korzyści z wdrożenia tego kodeksu powinny być bardzo duże i przyczynić się do poprawy nadzoru i wyników działania firm portfelowych, wspomagać efektywność rynku kapitałowego i powiększać zaufanie do biznesu. Większa przejrzystość w zakresie odpowiedzialności menedżerów zarządzających aktywami i właścicieli aktywów oraz wzmocnienie odpowiedzialności inwestorów instytucjonalnych wobec klientów powinny przyczynić się do zwiększenia zaufania do systemu finansowego.

Korzyści te nie zostaną zrealizowane bez wsparcia i nadzoru nad implementacją przepisów kodeksowych przez akcjonariuszy.

Do głównych zadań UK Stewardship Code należą:

- ustalenie standardów, do których inwestorzy instytucjonalni powinni aspirować, utrzymywanie wiarygodności i jakości tych standardów poprzez tworzenie ich treści i nadzór nad nimi;

⁷ Wspomniane już raporty rządowe: Myners Report (2001), Institutional Investment in the United Kingdom: A Review on Institutional Investors; Myners Review (2004) Myners Principles for Institutional Investment Decision-making: Review of Progress, Walker Review in Response to the Financial Crisis, and Focusing on Institutional Investors (2009).

- promowanie kodeksu wśród inwestorów instytucjonalnych brytyjskich i zagranicznych w celu zachęcenia ich do jego stosowania i raportowania tego;
- zapewnianie, że zaangażowanie jest ściśle związane z procesem inwestycyjnym w firmy portfelowe;
- przyczynianie się do poprawy komunikacji pomiędzy akcjonariuszami i radami spółek, w które dokonali inwestycji;
- sporządzanie odpowiedniej sprawozdawczości, umożliwiającej przyszłym klientom akcjonariuszy instytucjonalnych ocenę, jak menedżerowie funduszy działają w relacji do Kodeksu i uwzględnienie tego przy przyznawaniu i monitorowaniu pełnomocnictw.

Kodeks został zorientowany na inwestorów instytucjonalnych i ich agentów. Jednakże odniesie on sukces, jeśli spółki giełdowe zaakceptują jego zalecenia oraz wynikające z nich większe zaangażowanie. Ponieważ inwestorzy zagraniczni posiadają znaczną część rynku brytyjskiego, również oni mieli możliwość przekazania swoich uwag FRC.

1.2.2.6. The UK Corporate Governance Code (2010)

Kolejnym dokumentem opublikowanym w 2010 roku był UK Corporate Governance Code [The UK Corporate 2010], wydany w czerwcu, będący zbiorem zasad dobrego nadzoru korporacyjnego ukierunkowanym na spółki notowane na London Stock Exchange. Został on opracowany przez Financial Reporting Council, a jego znaczenie wynika z dokumentu Financial Conduct Authority's Listing Rules, czyli wymogów notowania na giełdzie londyńskiej. Wymogi te mają charakter statutowy nadany im przez Financial Services and Markets Act opublikowany w roku 2000. Według nich spółki publiczne zobligowane są do informowania o przestrzeganiu kodeksu lub wyjaśnienia powodów tego nieprzestrzegania, zgodnie z zasadą *comply or explain* sformułowaną przez A. Cadbury'ego w 1992 roku. Zaleca się, aby spółki prywatne na zasadzie dobrowolności przestrzegały postanowień kodeksu, który – podobnie jak i poprzednie – stosuje podejście oparte na zasadach, dostarczając ogólnych wskazówek dotyczących dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego⁸.

Nowelizowanie UK Stewardship Code oraz UK Corporate Governance Code zaplanowano co dwa lata w celu dostosowania ich do zmian zachodzących w praktyce gospodarczej i ramach regulacyjnych.

Financial Reporting Council znowelizowała UK Stewardship Code w celu zapewnienia większego znaczenia powiernictwu oraz odpowiedzialności właścicieli i menedżerów aktywów.

The UK Corporate Governance Code ma następującą strukturę:

Nadzór a kodeks s. 1

Przedmowa s. 2–3

⁸ Podejście oparte na regułach dokładnie określa postanowienia, do których należy się odnieść.

Comply or Explain s. 4–5

Główne zasady kodeksu s. 6–7

Część A: Przywództwo s. 9–11

Część B: Efektywność s. 12–17

Część C: Odpowiedzialność s. 18–21

Część D: Wynagrodzenia s. 22–24

Część E: Relacje z akcjonariuszami s. 25–26

Załącznik A: Konstrukcja wynagrodzenia dyrektorów zarządzających opartego na wynikach działania s. 27

Załącznik B: Ujawnianie planów/uzgodnień corporate governance s. 28–35

Załącznik C: Zasady zaangażowania dla instytucjonalnych akcjonariuszy s. 36–37

Pierwszy wycinek kodeksu (przedstawiony w punktach) zatytułowany Governance and the Code przypomina, że celem nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie efektywnego, przedsiębiorczego i ostrożnego zarządzania prowadzącego do długoterminowego sukcesu spółki. Wspomniano w nim (punkt 2), że pierwsza wersja Kodeksu opublikowana została w 1992 roku przez Komitet Cadbury’ego i § 2.5 tego dokumentu przedstawia klasyczne rozumienie (istotę) corporate governance, będącego systemem, za pomocą którego spółki są ukierunkowywane i kontrolowane. Rady dyrektorów są odpowiedzialne za nadzór w spółkach, natomiast rola nadzorcza jej akcjonariuszy polega na mianowaniu dyrektorów i audytorów oraz upewnieniu się, że są stosowane właściwe struktury nadzoru. Odpowiedzialność rady obejmuje ustalanie celów strategicznych spółki, zapewnienie ich wdrażania przez kierownictwo, nadzorowanie zarządzania przedsiębiorstwem i raportowanie akcjonariuszom realizacji powiernictwa. Działanie rady reguluje prawo, regulacje oraz zgromadzenie akcjonariuszy.

Corporate governance (punkt 3) określa zakres czynności rady dyrektorów spółki i sposób, w jaki ustala wartości dla spółki. Nadzór ten powinien być odseparowany od codziennego zarządzania działalnością operacyjną dokonywanego przez menedżerów zatrudnionych w pełnym wymiarze czasu pracy.

Kodeks stanowi wytyczne dla wielu kluczowych czynników odpowiadających za skuteczne praktyki działania rady. Bazuje na zasadach wspierających dobry nadzór korporacyjny, a mianowicie odpowiedzialności, przejrzystości, uczciwości i ciągłej koncentracji na sukcesie przedsiębiorstwa w długim okresie. Kodeks jest stały, ale nie jest niezmienny. Konieczność dostosowania do permanentnie następujących zmian w ekonomicznym i społecznym środowisku biznesowym wymaga jego ewaluacji w czasie (punkt 5). Jego weryfikacja następowała już w 2005 i 2007 roku. Znowelizowany kodeks dotyczy okresów obrachunkowych rozpoczynających się po 29 czerwca 2010 roku i zgodnie z nowymi wymogami notowania (Listing Regime), wprowadzonymi w kwietniu 2010 roku, odnosi się do wszystkich spółek, których akcje notowane są na rynku podstawowym, bez względu na to, czy są rejestrowane w UK, czy w innych krajach (punkt 6).

Kolejną częścią jest przedmowa składająca się z ośmiu punktów, która prezentuje zmiany dokonane w tej wersji kodeksu:

1. Kryzys finansowy, którego apogeum przypało na lata 2008–2009, wywołał potrzebę dokonania analizy systemów nadzoru w skali krajowej i międzynarodowej. W Wielkiej Brytanii D. Walker został poproszony o dokonanie przeglądu nadzoru korporacyjnego dotyczącego banków i innych instytucji finansowych. FRC zdecydowała się na wcześniejsze przeprowadzenie rewizji kodeksu pierwotnie zaplanowanej na 2010 rok, aby te same zasady i zalecenia corporate governance funkcjonowały również w spółkach giełdowych.
2. Z tego przeglądu FRC wyciągnęła dwa główne wnioski. Pierwszy, że należy znacznie więcej uwagi poświęcić wdrażaniu zarówno ducha, jak i litery kodeksu. Drugi, dotyczy wzmocnienia wpływu akcjonariuszy na monitorowanie kodeksu poprzez tworzenie lepszej interakcji pomiędzy radami spółek notowanych na giełdzie i ich akcjonariuszami. FRC jest odpowiedzialna za kodeks powierniczy, który zapewni inwestorom wskazówki dotyczące dobrych praktyk.
3. Prawie dwie dekady konstruktywnego stosowania kodeksu wzmocniło jego prestiż. Istnieje przekonanie, że jego przestrzeganie już jest dobrym nadzorem. Kodeks jest tylko przewodnikiem w odniesieniu do zasad, struktur i procesów. Nie może gwarantować efektywnego zachowania rad, ponieważ zakres sytuacji, w których ma zastosowanie, jest zbyt szeroki dla szczegółowego regulowania. Ramy kodeksu dają radom wiele swobody w podejmowaniu decyzji dotyczących wyboru sposobu działania.
4. W celu przestrzegania ducha kodeksu rady muszą myśleć głęboko, gruntownie i w sposób ciągły o swoich zadaniach i ich implikacjach dla roli jej poszczególnych członków. Absolutnie kluczowe znaczenie ma w tym względzie przewodniczący rady, wsparcie udzielane przez CEO (i dla CEO), szczerść i otwartość, z jaką dyskutowane i rozwiązywane są problemy przez wszystkich dyrektorów.
5. Wyzwania nie powinny być lekceważone. Przynoszące sukcesy kierowanie radą korporacji jest niezmiernie wymagające. Ograniczenia czasowe i wiedzy łączą się z potrzebą utrzymania wzajemnego respektu i otwartości pomiędzy kastą silnych, zdolnych i współpracujących ze sobą w zakresie różnych potrzeb i ról dyrektorów zarządzających i niezarządzających. Osiągnięcie dobrego nadzoru wymaga ciągłych i wysokiej jakości wysiłków.
6. Kodeks powinien pomagać radzie w wypełnianiu obowiązków w najlepszym interesie spółki. FRC skupiła się na zmianie „tonu” kodeksu, dokonując ograniczonych, ale istotnych zmian sygnalizujących ważność generalnych zasad, które powinny kierunkować zachowania rady. Zmiany te powinny promować większą klarowność i zrozumienie zadań rady i w efekcie spowodować bardziej efektywną komunikację z akcjonariuszami.

7. Zachęca się przewodniczących do raportowania w oświadczeniach rocznych, w jaki sposób zastosowane zostały zasady odnoszące się do roli i efektywności rady (w Części A i B nowego Kodeksu). Nie tylko stworzy to inwestorom jasny i pełniejszy obraz kroków podjętych przez radę dla zapewnienia jej efektywnego działania, ale może ich zachęcić do zaakceptowania wyjaśnień spółki nieprzestrzegającej jednego lub więcej zaleceń.
8. Nowy kodeks rekomenduje, aby w przypadkach wymagających większej odpowiedzialności wszyscy dyrektorzy spółek FTSE 350 poddawani byli corocznej reelekcji.

Następny wycinek The UK Corporate Governance Code (2010) zatytułowany jest „Comply or Explain” i składa się z sześciu punktów. Pierwszy z nich określa, że podejście *comply or explain* jest symbolem corporate governance w Wielkiej Brytanii i stanowi fundament elastyczności kodeksu. Jest ono silnie wspierane przez spółki i akcjonariuszy, a także szeroko uznawane w skali międzynarodowej.

Kodeks nie jest sztywnym zbiorem reguł. Składa się z zasad (głównych i wspomagających) oraz zaleceń. Od spółek giełdowych wymaga się stosowania zasad głównych (*Main Principles*) oraz raportowania akcjonariuszom, w jaki sposób to czynią lub wyjaśnienia dlaczego ich nie przestrzegają. Elastyczność podejścia *comply or explain* umożliwia stworzenie bardziej wymagających standardów, które osiąga większość spółek.

Alternatywą dla przestrzegania zaleceń jest uzasadnienie ich nieprzestrzegania. Dopuszcza się nieprzestrzeganie zaleceń w sytuacji, kiedy dobry nadzór może być osiągnięty za pomocą innych środków. Warunkiem jednakże powinno być pełne wyjaśnienie akcjonariuszom powodów tej decyzji. Akcjonariusze powinni rozumieć specyfikę działań i otoczenie spółki, jak też zachować ostrożność w ocenach i starać się wyjaśniać wątpliwości w dyskusjach.

Niektóre z zaleceń nie są adekwatne dla spółek nienależących do FTSE 350, ale powinno się zachęcać mniejsze spółki, szczególnie nowo notowane, do stosowania kodeksu. Zewnętrznie zarządzanym spółkom inwestycyjnym, mającym inną strukturę rady, pomocą w implementacji kodeksu mogą służyć Association of Investment Companies’ i Corporate Governance Code and Guide.

Odpowiednie relacje pomiędzy radami spółek i inwestorami mają zasadnicze znaczenie dla prawidłowego działania brytyjskiego systemu corporate governance. Spółki i akcjonariusze są odpowiedzialni za zapewnienie, że *comply or explain* pozostanie efektywną alternatywą dla systemu opartego na regulacjach.

UK Corporate Governance Code z 2010 roku składa się z pięciu omówionych poniżej części, stanowiących główne zasady kodeksu. Dla każdej zasady głównej opracowano zasadę lub zasady wspomagające oraz sformułowano zalecenia kodeksowe.

Część A – zatytułowana „Przywództwo” – składa się z czterech zasad głównych. Pierwszej z nich (A1), zatytułowanej „Rola rady”, przyporządko-

wano dwie zasady wspomagające i trzy zalecenia kodeksowe. Zasadzie A2 „Podział odpowiedzialności” przyporządkowano tylko jedno zalecenie kodeksowe. Zasadzie A3, zatytułowanej „Przewodniczący”, odpowiadają dwie zasady wspomagające i jedno zalecenie kodeksowe. Czwarta zasada główna tej części, poświęcona dyrektorom niezarządzającym, ma jedną zasadę wspomagającą i trzy zalecenia kodeksowe.

W Części B zatytułowanej – „Efektywność” – występuje siedem części noszących odpowiednio tytuły: (B1) „Kompozycja rady” (cztery zasady wspomagające i dwie zasady kodeksowe), (B2) „Wybór do rady” (dwie zasady wspomagające i dwa zalecenia kodeksowe), (B3) „Zaangażowanie” (trzy zalecenia kodeksowe), (B4) „Rozwój” (dwie zasady wspomagające i dwa zalecenia kodeksowe), (B5) „Informacja i wsparcie” (trzy zasady wspierające i dwa zalecenia kodeksowe), (B6) „Ocena” (dwie zasady wspomagające i dwa zalecenia kodeksowe), (B7) „Reelekcja” (dwa zalecenia kodeksowe).

Część C poświęcona jest odpowiedzialności i składa się z trzech zasad głównych, a mianowicie (C1) dotyczącej sprawozdawczości finansowej i biznesowej, dla której opracowano jedną zasadę wspomagającą i trzy zalecenia kodeksowe, (C2) to „Zarządzanie ryzykiem i kontrola wewnętrzna” (tylko jedno zalecenie kodeksowe), (C3) „Komitet audytu i audytorzy” (aż siedem zaleceń kodeksowych).

W części D – noszącej tytuł „Wynagrodzenia” – wyróżniono dwie zasady główne zatytułowane „Poziom i składniki wynagrodzenia” oraz „Procedura”. Dla pierwszej z nich sformułowano trzy zasady wspomagające i pięć zaleceń kodeksowych, a dla drugiej dwie zasady wspomagające i cztery zalecenia kodeksowe.

Część E dotyczy „Relacji z akcjonariuszami” i obejmuje dwie zasady główne, a mianowicie: „Dialog z akcjonariuszami” (dwie zasady wspomagające i dwa zalecenia kodeksowe) oraz „Konstruktywne wykorzystanie rocznego zgromadzenia akcjonariuszy” (cztery zalecenia kodeksowe).

Następnie w omawianym dokumencie zaprezentowano załączniki. Załącznik A zawiera „Przepisy/zalecenia dotyczące ustalania wynagrodzeń opartych na wynikach działania”, załącznik B poświęcony jest „Ujawnianiu uzgodnień dotyczących governance”. Określa on listę obowiązków, które powinny być przestrzegane (lub wyjaśnione) zgodnie z wymogami paragrafu 9.8.6. Listing Rule. Wyjaśnia, jakie to obowiązki, i daje zalecenie, by były one zamieszczone na stronie internetowej spółki.

1.2.1.7. The AIC Code of Corporate Governance (2010)

Dokument AIC Code of Corporate Governance, A Framework of Best Practice for Member Companies opublikowany został w dniu 14 października 2010 roku przez Association of Investment Companies [The AIC 2010]. Jest to piąta wersja Kodeksu AIC, czyli Association of Investment Companies, oraz czwarta wersja Corporate Governance Guide for Investment Companies (AIC Guide).

Większość zmian Kodeksu AIC i uzupełniającego go AIC Guide jest rezultatem przyjęcia omówionego powyżej UK Corporate Governance Code, a także zmian dokonanych w UK Listing Authority's Listing Rules, czyli w obowiązujących wymogach notowania na brytyjskiej giełdzie oraz korekt odzwierciedlających wymogi nowego UK Stewardship Code [AIC Corporate 2010].

Celem tego kodeksu jest stworzenie ram conceptualnych dobrych praktyk dla rad spółek inwestycyjnych. Financial Reporting Council poinformowała, że spółki inwestycyjne przestrzegające znowelizowanej wersji AIC Guide spełniają również wymogi stawiane im przez UK Corporate Governance Code oraz paragraf 9.8.6 Listing Rules.

Spis treści Dokument AIC Code of Corporate Governance jest następujący:

Wprowadzenie s. 3

Poparcie FRC s. 4

Przygotowanie Kodeksu AIC s. 6

Zasady Kodeksu AIC s. 8

– Rada s. 8

– Posiedzenia rady i relacje z menedżerem s. 8

– Komunikacja z akcjonariuszami s. 9

Szczegółowe rekomendacje s. 10

– Rada s.10

– Posiedzenia rady i relacje z menedżerem s. 16

– Komunikacja z akcjonariuszami s. 20

Załącznik 1: Oświadczenie o zgodności s. 23

Załącznik 2: Preambuła do raportu corporate governance spółki inwestycyjnej s. 24.

We wprowadzeniu do tego dokumentu napisano, że AIC Code of Corporate Governance (AIC Code) porusza problemy nadzoru specyficzne dla spółek inwestycyjnych i umożliwia radom wypełnianie wymogów stawianych im przez UK Corporate Governance Code (UK Code). W spółkach inwestycyjnych na nadzór wpływają głównie klienci będący akcjonariuszami spółek inwestycyjnych, co upraszcza rozważania dotyczące interesariuszy, ale zwiększa znaczenie ich obaw, natomiast rolę CEO, zarządzania portfelem, administracji, rachunkowości i sekretariatu pełnione są przez mającego istotne uprawnienia menedżera funduszu (stronę trzecią). Menedżer funduszu jest zatem bardzo ważnym udziałowcem. W związku z tym większość AIC Code dotyczy takich problemów, jak niezależność rady, weryfikacja menedżerów i kontraktów stron trzecich. W praktyce większość czasu rada dobrze funkcjonującej spółki inwestycyjnej powinna poświęcać sprawom ogólnego corporate governance (np. strategii inwestycji, monitorowaniu wyników działania).

AIC Code zawiera 21 zasad corporate governance dla spółek inwestycyjnych, dla których zaproponowano szczegółowe rekomendacje. Załącznik 1 wyjaśnia podstawy ujawniania przestrzegania AIC Code oraz cele AIC Corpo-

rate Governance Guide for Investment Companies (AIC Guide), które opracowano w połączeniu z Kodeksem AIC. Rekomenduje się, aby użytkownicy tego kodeksu odnosili się również do AIC Guide. Załącznik 3 do AIC Guide streszcza zmiany dokonane w piątej edycji AIC Code przygotowanego wyłącznie dla członków tej organizacji.

Dla tworzenia dobrego corporate governance AIC zachęca akcjonariuszy do kontaktów z radą, gdzie i kiedy jest to możliwe oraz do dogłębnego rozważania propozycji rady.

AIC Code, rozumiejąc potrzeby (cele) akcjonariuszy inwestujących w ten rodzaj spółek, określa, że dyrektorzy powinni:

- przedkładać interesy akcjonariuszy ponad wszystkie inne;
- traktować wszystkich akcjonariuszy we właściwy sposób;
- być przygotowanymi na złożenie rezygnacji lub utratę stanowiska w każdym momencie, jeśli będzie to z korzyścią dla tworzenia wartości dla akcjonariuszy w długim okresie;
- zapewnić, że zajęli się wszystkimi ważnymi problemami i opublikowali wyniki tych działań w sposób umożliwiający ich zrozumienie akcjonariuszom mającym ograniczoną wiedzę z zakresu finansów.

Za dobrą praktykę spółek inwestycyjnych (nie tylko członków AIC) uważa się zamieszczenie w raporcie rocznym oświadczenia o przestrzeganiu zasad i rekomendacji AIC Code.

Jak już wcześniej zauważono, zmiany dokonane w omawianym dokumencie wynikają z konieczności dostosowania jego treści do UK Corporate Governance Code, który stał się obowiązujący dla okresów obrachunkowych rozpoczynających się w dniu 29 czerwca 2010 roku. Dokonane korekty można streścić następująco (załącznik 3).

Rola przewodniczącego. Dodano nową rekomendację do Zasady 1, określającą, że „przewodniczący jest odpowiedzialny za przewodzenie radzie i zapewnienie efektywności jej działania we wszystkich aspektach”. Rozszerzono też rolę starszego niezależnego dyrektora, który może stworzyć radę powierników oraz w razie potrzeby pełnić w niej funkcję pośrednika.

Reelekcja dyrektorów. Skorygowano Zasadę 3, która przyjęła brzmienie: „dyrektorzy powinni podlegać reelekcji w regularnych odstępach czasu”, która powinna być uzależniona od „stałych dobrych wyników działania”. Podobnie jak UK Corporate Governance Code AIC Code również rekomenduje, aby dyrektorzy spółek FTSE 350 podlegali reelekcji.

Równowaga w radzie. Zasada 6 została zmieniona, zyskując następujące brzmienie: „rada (spółki inwestycyjnej) powinna dążyć do uzyskania równowagi kwalifikacji, doświadczenia, długości zasiadania oraz wiedzy o spółce”. Wyeliminowano zalecenie dotyczące zróżnicowania wieku członków rady. Zasadzie przyporządkowano trzy nowe rekomendacje: dyrektorzy powinni rozważyć zróżnicowanie rady, w tym pod względem płci; rada zapewnia, że nowi dyrektorzy powinni poświęcać dostateczną ilość czasu na efektywne

pełnienie obowiązków w spółce, rekomendacje dotyczące rady powinny być stosowane również w odniesieniu do jej komitetów.

Ocena rady. Zasada 7 rekomenduje, aby proces ewaluacji rady był wyjaśniany w raporcie rocznym oraz aby „w spółkach FTSE350 przeprowadzana była zewnętrzna ewaluacja rady co najmniej co trzy lata” i stwierdza, że „należy ujawnić wszelkie powiązania pomiędzy spółką a oceniającym”.

Wynagrodzenie dyrektora. Według Zasady 8 dyrektorom nie powinno się przyznawać nagród w postaci opcji na akcje oraz innych składników powiązanych z wynikami działania.

Szkolenie dyrektorów. Zasada 10 rekomenduje, że „przewodniczący powinien regularnie dokonywać przeglądu i uzgadniać z każdym dyrektorem potrzebne mu szkolenia”.

Posiedzenia rady. Dodane zostały trzy nowe rekomendacje do Zasady 13, a mianowicie:

- przy weryfikacji wyników inwestycyjnych rada powinna uwzględniać politykę inwestycyjną firmy i jej odpowiedzialność za cele inwestycyjne w długim okresie, jak też ryzyka związane z realizacją strategii inwestycyjnych;
- tam gdzie to właściwe, reprezentant spółki zarządzającej powinien być zapraszany na posiedzenia rady w celu złożenia raportu o działaniach dotyczących spółki inwestycyjnej;
- dyrektorzy na koszt spółki powinni móc korzystać z niezależnego profesjonalnego doradztwa, jeśli uważają to za konieczne dla właściwego wypełniania swoich obowiązków.

Uzgardnianie z menedżerem polityki dotyczącej kluczowych problemów operacyjnych. Zasada 16 rekomenduje, aby rada uzgardniała obszary pozostawione decyzji menedżerów lub rady (w tym głosowanie i problemy corporate governance związane z własnością spółek portfelowych).

Zaangażowanie akcjonariuszy. Zasada 19 obecnie określa, że „przewodniczący powinien zapewnić, że wszyscy dyrektorzy zostali poinformowani o problemach i obawach podniesionych przez akcjonariuszy”.

Ujawnienia w raporcie rocznym. Zgodnie z Zasadą 21 spółka inwestycyjna powinna publikować swoje cele inwestycyjne i politykę inwestycyjną w raporcie rocznym. Przy publikacji zakresu odpowiedzialności w tym obszarze rada może się odnieść do AIC's Guidance wzorowanych na UK Stewardship Code opublikowanym w lipcu 2010 roku.

Reasumując, można stwierdzić, że kodeks oraz wskazówki (Guide) opracowane przez Association of Investment Companies są kompatybilne z UK Corporate Governance Code i zawierają wytyczne corporate governance dla spółek inwestycyjnych dla okresów obrotowych rozpoczynających się 29 czerwca 2010 roku (lub po tej dacie) oraz wymogi paragrafu 9.8.6 Listing Rules.

2.2.7. Corporate Governance and Principles for Unlisted Companies in UK (2010)

Kolejnym, szóstym dokumentem z zakresu corporate governance opublikowanym w Wielkiej Brytanii w 2010 roku jest Corporate Governance and Principles for Unlisted Companies in UK wydany przez Institute of Directors (IoD). Te pierwsze na świecie regulacje dla spółek nienotowanych na giełdzie sfinansowane zostały przez firmę audytorską Deloitte. Dokument bazuje na europejskich wytycznych sformułowanych przez European Confederation of Directors' Associations (ecoDa).

Spółki nienotowane na giełdzie wnoszą bardzo poważny wkład we wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Deloitte pisze na początku omawianego kodeksu, że odgrywają one ważną rolę w sanacji brytyjskiej gospodarki. Jednakże do tej pory spółki te były zaniedbywane, jeśli chodzi o nadzór korporacyjny i to zarówno ze strony polityków, jak i ekspertów. Przyjęty w 2010 roku kodeks ukierunkowany został głównie na spółki giełdowe.

Zasady i wskazówki opublikowane przez IoD stanowią istotny wkład w nadzór korporacyjny odnoszący się do spółek nienotowanych na giełdzie. Dobry nadzór wygląda inaczej w zależności od wielkości spółki i jej sytuacji. Dokument ten pozwoli radom spółek niegiełdowych sprawdzić, czy funkcjonujące rozwiązania z zakresu corporate governance są właściwe i dokonywana jest ich ciągła ocena. Wskazówki wspomagające zasady pomogą radom wdrożyć potrzebne zmiany.

Kluczowe cechy wytycznych i zasad można streścić następująco [Corporate Governance and Principles 2010]:

1. Kodeks dostarcza wskazówek spółkom nienotowanym na giełdzie w zakresie kształtowania właściwych ram corporate governance.
2. Dostarcza również zestawu zasad, które mogą być przestrzegane lub też nie. Decyzje te podejmowane są dobrowolnie przez każdą spółkę.
3. Zaprezentowano w nim czternaście wprowadzanych fazowo zasad dobrego nadzoru, które uwzględniają stopień otwartości, wielkość, złożoność i stopień dojrzałości przedsiębiorstwa. Dynamiczne podejście do nadzoru jest podstawą, gdyż musi on ewoluować zgodnie z cyklem życia przedsiębiorstwa.
4. Zasady dostarczają właścicielom (rodzinnym, państwowym, socjalnym, joint ventures, filii) mapy nadzoru (*governance roadmap*) nad planowanym rozwojem przedsiębiorstw, zgodnie z fazami cyklu ich życia.

Przedstawiono również uzasadnienie dla doskonalenia corporate governance w spółkach nienotowanych na giełdzie [Corporate Governance and Principles 2010].

Wiele przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie jest własnością i pozostaje pod kontrolą pojedynczych właścicieli lub jednej rodziny. Dobry corporate governance, w tym kontekście, nie dotyczy relacji pomiędzy radami i akcjonariuszami i nie koncentruje się na przestrzeganiu formalnych reguł

i regulacji. Dotyczy on ustalania ram dla procesów i postaw, które mają wpływ na tworzenie wartości spółki, oraz są pomocne w budowie jej reputacji i zapewnieniu jej działania i sukcesów w długim terminie.

Dobry corporate governance jest szczególnie ważny dla akcjonariuszy spółek nienotowanych na giełdzie, ponieważ w większości przypadków mają oni ograniczone możliwości sprzedaży swoich udziałów i są skazani na pozostawanie w spółce nawet przez długi okres, co zwiększa ich zależność od dobrego nadzoru. Odgrywa też ważną rolę w pozyskiwaniu zaufania zewnętrznych interesariuszy. Przy narastającej kontroli społecznej świata biznesu nawet spółki nienotowane na giełdzie zmuszone są pamiętać o swojej odpowiedzialności jako interesariusza. Reputacja spółki skorzysta na stopniowym wzroście przejrzystości i odpowiedzialności.

Efektywne ramy nadzoru definiują role, odpowiedzialność i podział siły pomiędzy akcjonariuszami, radą, menedżerami i pozostałymi interesariuszami. Właściciele małych firm muszą uznać, że spółka nie jest poszerzeniem ich osobistego majątku.

Treść Corporate Governance and Principles for Unlisted Companies in UK (2010) zawiera wytyczne oraz zbiór zasad dobrowolnych dobrych praktyk dla spółek brytyjskich, które oparte są na krajowych i międzynarodowych kodeksach oraz doświadczeniach dobrego nadzoru w spółkach nienotowanych na giełdzie. Wskazówki (*Guidance*) stanowią część pierwszą tego dokumentu i podzielone zostały na pięć głównych sekcji. Dwie pierwsze prezentują podstawy dla publikacji zbioru wskazówek i zasad corporate governance dla spółek nienotowanych na giełdzie. Kolejne dwie sekcje (3 i 4) przedstawiają glosariusz (wykaz terminów) uczestników i koncepcji, które należy włączyć do zmiennych ram corporate governance.

Sekcja 5 rozważa niektóre wyzwania związane z implementacją dobrego corporate governance. Część druga omawianego dokumentu zawiera 14 zasad nadzoru korporacyjnego dla spółek nienotowanych, które mogą być bezpośrednio stosowane przez każdą z nich.

Spółki nienotowane na giełdzie samodzielnie decydują o stosowaniu lub niestosowaniu prezentowanych w kodeksie zasad. Kluczową decyzją dla tych spółek jest zaproszenie do rady zewnętrznych dyrektorów, którzy mieć będą istotny wpływ na zachowanie i kulturę tego organu spółki.

1.2.2.8. Corporate Governance in Central Governments: Code of Good Practice (2011)

Dokument Corporate Governance in Central Governments: Code of Good Practice [Corporate Governance in Central 2011] został opublikowany w lipcu 2011 roku przez HM Treasury Cabinet Office. Jego wydanie pokazuje kompleksowość reform nadzoru korporacyjnego podjętych w efekcie wystąpienia globalnego kryzysu finansowego.

We wstępie do tego kodeksu można przeczytać, że dobry corporate governance ma fundamentalne znaczenie dla efektywności organizacji i jest znakiem rozpoznawczym dla dobrze zarządzanego przedsiębiorstwa. Dokument ten ma na celu promowanie dobrego nadzoru korporacyjnego w centralnych jednostkach rządowych. Po raz pierwszy zasady corporate governance dla centralnych instytucji rządowych ujęte zostały w kodeksie opublikowanym w 2005 roku i w większości przypadków jego rekomendacje stały się powszechną praktyką. Obecny kodeks bazuje na jego treści, ale uwzględnia również zmiany dobrych praktyk, jakie zaszły w ostatnich latach w sektorze publicznym, prywatnym i charytatywnym. Ustala on role i funkcje rad departamentów, ich działalność jako jednostek biznesowych wykorzystujących doświadczenia przedsiębiorców, zasiadających w radach jako dyrektorzy niezarządzający. Obejmuje on również inne aspekty polityki rządowej, szczególnie ukierunkowanie na większe ministerialne zaangażowanie w biznes departamentów, na których się skupia. Mniejsze z nich zachęcane są do adaptowania praktyk ustalonych w kodeksie, jeśli to tylko możliwe i praktyczne.

Kodeks koncentruje się na zasadach. Skupia się na roli rad, czyli na przywództwie. Odpowiednia polityka rządu w zakresie sposobu implementacji zasad jest jasno zdefiniowana. Departamenty powinny stosować te zasady i zalecenia wspierające kodeks, które są odpowiednie dla prowadzonej przez nie działalności biznesowej. Wyjątkowo mogą stosować zasady lub zalecenia wspierające lub inne alternatywne mierniki governance⁹.

Wytyczne opublikowane wraz z kodeksem dostarczają praktycznych rad departamentom przy podejmowaniu decyzji z tego zakresu.

Corporate Governance in Central Governments: Code of Good Practice jest dokumentem podlegającym zmianom w zależności od potrzeb dobrych praktyk, a także podlegającym ciągłej weryfikacji w celu zapewnienia dobrego nadzoru korporacyjnego w departamentach. Ze względu na specyfikę struktury administracyjnej Wielkiej Brytanii problemy związane z Central Governments nie będą szerzej omawiane.

1.2.2.9. UK Stewardship Code (2012)

Opisany wcześniej brytyjski kodeks powierniczy (Stewardship Code) [The UK Stewardship 2010] z lipca 2010 roku został znowelizowany we wrześniu 2012 roku [The UK Stewardship 2012], na podstawie wyników konsultacji. Odpowiadająca za kodeks Financial Reporting Council zachęca, aby przedsiębiorstwa zrewidowały swoją politykę w świetle jego nowelizacji wchodzącej w życie 1 października 2012 roku, uaktualniając odpowiednie publikowane sprawozdania. Institutional Shareholders Committee i National Association

⁹ Corporate Governance in Central Government Departments: Code of Good Practice (2011) ma następującą strukturę: Przedmowa s. 3; Lepsze rady departamentów: Protokół s. 5; O Kodeksie s. 9; Rozdział 1. Odpowiedzialność parlamentarna s.13; Rozdział 2. Rola rady s. 15; Rozdział 3. Skład rady s. 17; Rozdział 4. Efektywność rady s. 21; Rozdział 5. Zarządzanie ryzykiem s. 25; Rozdział 6. Organy współpracujące s. 27; Rozdział 7. Glosariusz s. 29.

of Pension Funds również wydały wytyczne dla inwestorów instytucjonalnych dotyczące ich odpowiedzialności jako akcjonariuszy.

Celem UK Stewardship Code jest podniesienie jakości relacji pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi i spółkami, czego implikacją powinno być zwiększenie zwrotu dla akcjonariuszy w długim okresie oraz zapewnienie efektywnego egzekwowania odpowiedzialności z tytułu nadzoru przez stosowanie dobrych praktyk w relacjach ze spółkami portfelowymi.

Dokonując nowelizacji Stewardship Code, FRC chciała spółkom i oszczędzającym uświadomić, w jaki sposób sygnatariusze tego kodeksu realizują obowiązki wynikające z powiernictwa. Jak wcześniej wspomniano, poprawa jakości relacji pomiędzy menedżerami zarządzającymi aktywami i spółkami zwiększa skorygowane o ryzyko długoterminowe zwroty dla akcjonariuszy. Kodeks określa również kroki, które mogą podjąć właściciele aktywów dla ochrony i uzyskania wzrostów wartości dla ostatecznych beneficjentów. Ustalił on listę obszarów dobrych praktyk, do których – zdaniem FRC – powinni aspirować inwestorzy instytucjonalni, lansując stosowanie zasady *comply and explain*. FRC wymaga, aby autoryzowani menedżerowie aktywów raportowali o przestrzeganiu zasad kodeksu.

Zawartość UK Stewardship Code jest następująca:

- Powiernictwo a kodeks s. 1,
- Zastosowanie kodeksu s. 2–3,
- Comply or Explain s. 4,
- Zasady kodeksu s. 5,
- UK Stewardship Code, Zasady 1–7, s. 6–10.

W pierwszej części omawianego dokumentu zatytułowanej „Stewardship and the Code” (7 punktów) wyjaśniono, że powiernictwo ma na celu promowanie długoterminowego sukcesu spółek, w taki sposób, aby ostateczni dostawcy kapitału uzyskiwali korzyści. Efektywne powiernictwo przynosi korzyści spółkom, inwestorom i gospodarce.

W spółkach publicznych odpowiedzialność za powiernictwo jest dzielona (pkt 2). Podstawowa odpowiedzialność spoczywa na radzie spółki, która nadzoruje działania menedżerów. Ważną rolę w spółce odgrywają też inwestorzy, zmuszając radę do rozliczania się z wypełniania obowiązków. UK Stewardship Code, ustalając zasady efektywnego powiernictwa dla inwestorów, pomaga tym instytucjonalnym lepiej sprawować obowiązki wynikające z powiernictwa, co z kolei wzmacnia system *comply or explain* (pkt 3).

Dla inwestorów powiernictwo nie ogranicza się do głosowania. Obejmuje ono również monitorowanie i angażowanie się w takie sprawy, jak strategia, wyniki działania, ryzyko, struktura kapitału, nadzór korporacyjny oraz kultura i wynagradzanie. Angażowanie rozumiane jest jako celowy dialog ze spółkami na temat wymienionych zagadnień oraz problemów, które poddawane są pod głosowanie w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy (pkt 4).

Działalność inwestorów instytucjonalnych obejmuje decyzje odnośnie do takich spraw, jak (pkt 5) alokacja aktywów, uzyskiwanie pełnomocnictw in-

westycyjnych, opracowywanie strategii inwestycyjnych oraz kupowanie i sprzedawanie określonych papierów wartościowych. Podział obowiązków w ramach i pomiędzy instytucjami może powodować trudności w rozróżnieniu właścicieli aktywów i menedżerów aktywów. Ich określenie znajduje się w punkcie 6 omawianego kodeksu. Ten wycinek UK Stewardship Code zamyka stwierdzenie, że jego przestrzeganie nie koliduje z interesami inwestorów, gdyż decyzje dotyczące zarządzania sprawami spółki i sprzedaży lub zatrzymania papierów wartościowych, powinny być podejmowane w najlepszym interesie klientów.

Część zatytułowaną „Aplikacje kodeksu” rozpoczyna przedstawienie jego historii. Nie będzie ona przytoczona, gdyż geneza UK Stewardship Code opisana została przy charakterystyce jego wersji z 2010 roku¹⁰. Nowelizacja nie zmienia ducha tego dokumentu. Podkreśla się, że kodeks został opracowany dla inwestorów instytucjonalnych, którzy nie mogą na nikogo sędować odpowiedzialności wynikającej z powiernictwa. Następnie przedstawione zostały obowiązki publikacyjne, z zapowiedzią, że FRC będzie regularnie monitorować stosowanie kodeksu. Jego zawartość powinna ewoluować w czasie, odzwierciedlając rozwój dobrych praktyk w zakresie powiernictwa, strukturę i operacje rynku oraz zmiany ram regulacyjnych. Jeśli nie nastąpi nagle potrzeba, to FRC nie przewiduje żadnych zmian w zapisach kodeksu do końca 2014 roku.

Część 3 UK Stewardship Code ujmuje problematykę *comply or explain*, a w znowelizowanej wersji nie dokonano żadnych zmian w tym obszarze. Warto też przypomnieć, że obowiązek wyjaśniania braku zgodności z jego przepisami wynika z Financial Services and Markets Act 2000 – sekcja 2(4) – oraz Listing Rules.

Część 4 kodeksu powtarza siedem zasad, które obligują inwestorów instytucjonalnych ujętych w omówionej wersji Stewardship Code z 2010 roku.

Ponieważ tylko nieliczni sygnatariusze tego dokumentu uaktualnili swoje oświadczenia po jego wprowadzeniu w 2010 roku, obecnie wymaga się od nich corocznej rewizji oświadczeń dotyczących ich polityki, uaktualniania tych dokumentów w miarę potrzeb i podania daty ostatniego ich przeglądu. Ponadto dokument ten proponuje następujące zmiany [Tricker, Mallin 2012]:

- zachęcanie do szerszego (pouczającego) ujawniania konfliktów interesów (Zasada 2);
- inwestorzy instytucjonalni powinni w oświadczeniu powiernictwa wyrazić chęć zostania insiderami, jak też określić mechanizm, za pomocą którego mogą to uczynić (Zasada 3);

¹⁰ The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles, opublikowany w 2002 roku przez Institutional Shareholders Committee (ISC) ISC przekształcił w kodeks w 2009 roku. W następstwie przeglądu nadzoru instytucji finansowych dokonanego przez Walkera w 2009 roku, FRC przejęła odpowiedzialność za opracowanie kodeksu i w 2010 roku opublikowała pierwszą wersję UK Stewardship Code, która odwzorowywała kodeks opracowany przez ISC.

- zachęcanie do szerszego ujawniania, kiedy inwestor może uczestniczyć w kolektywnej współpracy (Zasada 5);
- inwestorzy instytucjonalni powinni ujawniać głosowanie przez prokurentów oraz świadczenie usług doradczych dotyczących głosowania, opisując zakres takich działań i identyfikując ich wykonawców; ujawnienia wymaga również zakres korzystania z doradztwa przedstawicieli (*proxy advisers*) (Zasada 6);
- należy wymagać od sygnatariuszy ujawniania polityki pożyczania akcji oraz tego, czy wykorzystują pożyczone akcje dla celów głosowania (Zasada 6);
- zarządzający aktywami zobligowani są do składania raportu o przestrzeganiu standardów (Zasada 7).

Badania wykazują, że koncepcja powiernictwa jest traktowana w Wielkiej Brytanii poważnie, a Stewardship Code jest bardzo wspierany przez małych i wielkich inwestorów instytucjonalnych. Dowody większego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w spółki portfelowe nie są jednoznaczne, ale oczekuje się, że będzie ono rosło w czasie.

Organizacje nieprzestrzegające Stewardship Code można podzielić na dwie grupy, a mianowicie te, które nie czynią tego z powodu specyfiki ich strategii inwestycyjnej, oraz te, które nie przestrzegają kodeksów w poszczególnych jurysdykcjach.

1.2.2.10. The UK Corporate Governance Code (2012)

W kwietniu 2012 roku Financial Reporting Council rozpoczęła konsultacje dokumentu zawierającego propozycje korekty UK Corporate Governance Code 2010 oraz FRC's Guidance on Audit Committee, które zakończyły się 13 lipca 2012 roku.

Nowa wersja UK Corporate Governance Code została opublikowana we wrześniu 2012 roku [The UK Corporate 2012] i stała się wiążąca dla okresów obrotowych rozpoczynających się od 1 października 2012 roku. Spółki, których okres sprawozdawczy rozpoczął się przed tą datą, mogły składać raporty według wersji Kodeksu z 2010 roku, ale powinny rozważyć adaptowanie niektórych bądź wszystkich przepisów nowego kodeksu zanim stanie się to formalnym wymogiem.

W części początkowej UK Corporate Governance Code dokonano dwóch zmian implikowanych komentarzami pochodzącymi z konsultacji – dokonano korekty klarowności sformułowania wyjaśnień. Obecnie stwierdza się, że akceptowane jest tylko czasowe nieprzestrzeganie kodeksu przez spółki i że rada odpowiada przed akcjonariuszami. Zmiany dotyczą również uwzględnienia propozycji, aby wymogi ujawniania odnoszące się do poszukiwania doradców, audytorów rady i konsultantów wynagrodzeń zostały w kodeksie ujęte w sposób spójny. Rady powinny ujawniać tożsamość tych doradców i ich ewentualne powiązania z firmą.

Zalecane jest, aby rady publikowały politykę dotyczącą jej składu, z uwzględnieniem płci, ustalania mierników wdrażania tej polityki oraz postępu w ich implementacji. Kodeks postuluje, aby przy ocenie rady spółki rozważyły również równowagę kwalifikacji, doświadczenia, niezależności i znajomości spółki przez członków rady, jej zróżnicowanie (w tym płeć), działanie rady jako organu oraz inne czynniki odnoszące się do jej efektywności. Zmieniono też sformułowania „Guidance of Audit Committees” w celu ułatwienia implementacji rekomendacji badań Sharmana dotyczących zachowania ciągłości działania, które przedstawiono w czerwcu 2012 roku. FRC publikuje wytyczne dla rad i ich komitetów, pomagając im w wyborze sposobów implementacji kodeksu w specyficznych warunkach danej spółki. Odnoszą się one również do efektywności rady, roli komitetu audytu, zarządzania ryzykiem, kontroli wewnętrznej, ciągłości działania i sprawozdawczości finansowej.

Rada zaleca dokonywanie aktualizacji kodeksu co dwa lata. Jednakże już zapowiedziała, że konieczna jest jego nowela w konsekwencji planowanej nowelizacji legislacji dotyczącej struktury sprawozdawczości finansowej. Korykty Kodeksu wynikające z nowelizacji prawa nie będą konsultowane, natomiast wszelkie inne propozycje będą konsultacjom podlegać. Zapowiadane są również zmiany zapisów Kodeksu odnoszące się w szczególności do wynagradzania menedżerów, jak też planowane jest uaktualnienie zapisów Internal Control: Guidance to Directors’ znanych poprzednio jako Turnbull Guidance.

Struktura UK Corporate Governance Code z 2012 roku jest następująca.

Nadzór a kodeks s. 1

Przedmowa s. 2–3

Comply or Explain s. 4–5

Główne zasady Kodeksu s. 6–7

Część A: Przywództwo s. 8–10

Część B: Efektywność s. 11–16

Część C: Odpowiedzialność s. 17–20

Część D: Wynagrodzenia s. 21–23

Część E: Relacje z akcjonariuszami s. 24–25

Załącznik A: Konstrukcja wynagrodzenia dyrektorów zarządzających opartego na wynikach działania s. 26

Załącznik B: Ujawnianie uzgodnień corporate governance s. 27–34

Analiza wykazuje, że spis treści omawianego dokumentu jest taki sam jak jego wersji pochodzącej z 2010 roku. Nie uwzględniono w nim jedynie załącznika C poświęconego inwestorom instytucjonalnym, ale mimo to jest on zaledwie o stronę krótszy od wersji pierwotnej, licząc 34 strony. Zmiany, jakie wprowadzono w 2012 roku w UK Corporate Governance Code w porównaniu do jego poprzedniej (2010) wersji, wskazano w tabeli 2.

Tabela 2. Opis różnic pomiędzy UK Corporate Governance Code z 2010 i 2012 roku

Edycja z 2010 roku	Edycja z 2012 roku
Governance a kodeks	Sformułowania specyficzne dla edycji z 2010 roku i wstępna rewizja kodeksu zostały usunięte.
Przedmowa	Sformułowania specyficzne dla edycji z 2010 roku i wstępna rewizja kodeksu zostały usunięte. Dodano nowy paragraf 7: „Jeśli według prawa spółka jest odpowiedzialna przed swoimi akcjonariuszami, a kodeks skupia się na relacji pomiędzy spółką i jej akcjonariuszami, zachęca się spółki do uznawania innych dostawców kapitału i potwierdzania zainteresowania rady wysłuchaniem ich poglądów, o ile są one zgodne z ogólnym podejściem spółki do nadzoru”.
Comply or Explain	Sformułowania dodane do paragrafu 3 zostały wyróżnione pogrubioną czcionką: „Przy dokonywaniu wyjaśnień spółka powinna dążyć do pokazania zgodności aktualnych jej działań z zasadą, do której dany zapis się odnosi oraz ich wpływ na dobry nadzór i promowanie formułowania celów biznesowych. Powinno to tworzyć tło, zapewniać klarowne przesłanki dla podejmowanych działań, opisywać wszelkie działania służące pomniejszeniu dodatkowego ryzyka oraz zapewniać zgodność z odpowiednią zasadą. Jeśli zamierza się tylko czasowo nie spełniać określonej zasady, powinno się określać, kiedy spółka zacznie ją stosować”.
Zalecenie B.2.4: „Odrębna część raportu rocznego powinna opisywać prace komitetu nominacji, w tym stosowany proces obsadzania stanowisk w radzie. Należy wyjaśnić, dlaczego nie poszukiwano doradców na zewnątrz i nie stosowano reklam przy nominowaniu przewodniczącego lub dyrektora niezarządzającego”.	Dodano wyróżnione pogrubioną czcionką sformułowania: „Odrębna część raportu rocznego powinna opisywać prace komitetu nominacji, w tym stosowany proces obsadzania stanowisk w radzie. Ta część powinna zawierać opis polityki rady w zakresie struktury, w tym gender, ustalania mierzalnych celów służących wdrażaniu tej polityki oraz postępu w ich wdrażaniu. Należy wyjaśnić, dlaczego nie poszukiwano doradców na zewnątrz i nie stosowano reklam przy nominowaniu przewodniczącego lub dyrektora niezarządzającego. Dodatkowo Kodeks określa, że przy ocenie spółki powinno się rozważyć równowagę kwalifikacji, doświadczenia, niezależności i znajomości spółki przez członków rady, jej zróżnicowanie (w tym gender), jak rada pracuje jako organ oraz inne czynniki odnoszące się do jej efektywności. Jeśli wykorzystano konsultacje zewnętrzne, to należy to pokazać w raporcie oraz złożyć oświadczenie odnośnie tego, czy ma to inne związki ze spółką”.

Edycja z 2010 roku	Edycja z 2012 roku
<p>Zasada B.6: „Zasada główna: Rada powinna przeprowadzać formalną i rygorystyczną roczną ocenę własnych wyników działania oraz komitetów i poszczególnych dyrektorów. Zasady wspomagające: Przewodniczący powinien wykorzystywać wyniki oceny działania dla poznania siły i ustosunkowania się do słabości rady, i tam gdzie to właściwe, proponować mianowanie nowych członków rady lub dążyć do uzyskania rezygnacji dyrektorów. Indywidualna ocena powinna mieć na celu pokazanie, czy każdy dyrektor pracuje efektywnie i demonstruje zaangażowanie w pełnienie swojej roli (w tym poświęcanie czasu na spotkania rady i komitetów oraz innych obowiązków)”.</p>	<p>Dodano nową zasadę wspomagającą: „Ocena rady powinna uwzględniać równowagę umiejętności, doświadczenia, niezależności i znajomości firmy w radzie, jej różnorodność, w tym pod względem płci, pracę rady jako organu oraz inne czynniki odnoszące się do jej efektywności”.</p>
<p>Zasada B.6.2: „Zewnętrzna ocena rady spółek FTSE350 powinna być przeprowadzana co najmniej co trzy lata. Należy złożyć oświadczenie, czy zewnętrzny oceniający ma inne powiązania ze spółką”.</p>	<p>Dodano wyróżnione pogrubioną czcionką sformułowania: „Ocena rady spółek FTSE350 powinna być zewnętrznie przeprowadzana co najmniej co trzy lata. Dane zewnętrznego oceniającego należy przedstawić w raporcie rocznym, a także złożyć oświadczenie odnośnie tego, czy ma on inne powiązania ze spółką”.</p>
<p>Zasada C.1: „Zasada główna: Rada powinna prezentować zrównoważoną i zrozumiałą ocenę sytuacji spółki i jej perspektyw. Zasada wspomagająca: Odpowiedzialność rady za przedstawienie zrównoważonej i zrozumiałej oceny rozciąga się na publiczne raporty międzyokresowe oraz inne mające wpływ na cenę, również na raporty dla regulatorów i informacje, których prezentacja wynika ze statutowych wymogów”.</p>	<p>Dodano wyróżnione pogrubioną czcionką sformułowania: „Zasada główna Rada powinna prezentować rzetelną, zrównoważoną i zrozumiałą ocenę sytuacji i perspektyw spółki. Zasada wspomagająca: Odpowiedzialność rady za przedstawienie rzetelnej, zrównoważonej i zrozumiałej oceny rozciąga się na publiczne raporty międzyokresowe oraz inne mające wpływ na cenę, również na raporty dla regulatorów i informacje, których prezentacja wynika ze statutowych wymogów”. Rada powinna stworzyć wytyczne, które umożliwią zapewnienie, że prezentowane informacje są rzetelne, zrównoważone i zrozumiałe”.</p>

Tabela 2. Opis różnic pomiędzy UK Corporate Governance Code z 2010 i 2012 roku (cd.)

Edycja z 2010 roku	Edycja z 2012 roku
<p>Zalecenie C.1.1: „Dyrektorzy powinni wyjaśnić w raporcie rocznym swoją odpowiedzialność za przygotowanie raportu rocznego i ksiąg, jak też przedstawić oświadczenie audytora o ich odpowiedzialności za sprawozdawczość”.</p>	<p>Dodano wyróżnione pogrubioną czcionką sformułowania: „Dyrektorzy powinni wyjaśnić w raporcie rocznym swoją odpowiedzialność za przygotowanie raportu rocznego i ksiąg oraz oświadczyć, że uważają raport i księgi jako całość, za rzetelne, zrównoważone, zrozumiałe i dostarczające informacji potrzebnych akcjonariuszom dla oceny wyników działania, modelu biznesu i strategii spółki. Powinno tam znaleźć się oświadczenie audytora o ich odpowiedzialności za sprawozdawczość”.</p>
<p>Zalecenie C.3.2: Wylicza główne zadania i odpowiedzialność komitetu audytu</p>	<p>Nowy punkt dodano na końcu: „i raportować radzie o sposobie wypełniania obowiązków”.</p>
<p>Zalecenie C.3.3: „Zakres uprawnień komitetu audytu, w tym jego rola i władza delegowana mu przez radę powinny być udostępnione. Odrębna część raportu rocznego powinna opisywać prace komitetu związane z wypełnianiem tych obowiązków”.</p>	<p>Wyliminowano wyróżnione pogrubioną czcionką sformułowania: „Zakres uprawnień komitetu audytu, w tym rola i władza nadane mu przez radę, powinny być dostępne. Odrębna część raportu rocznego powinna opisywać prace komitetu związane z wypełnianiem tych obowiązków”. Dodano nową Zasadę C.3.4, co spowodowało zmianę numerów kolejnych zasad: „Na żądanie rady, komitet audytu powinien doradzić, czy raport roczny i księgi jako całość, są rzetelne, zrównoważone, zrozumiałe i dostarczają informacji potrzebnych akcjonariuszom do oceny wyników działania, modelu biznesu i strategii spółki”.</p>
<p>Zalecenie C.3.6 (teraz C.3.7): „Podstawowym obowiązkiem komitetu audytu powinno być rekomendowanie mianowania, ponownego mianowania i odwołania zewnętrznych audytorów. Jeśli rada nie zaakceptuje rekomendacji komitetu audytu, powinna to ująć w raporcie rocznym i każdym innym dokumencie rekomendującym mianowanie lub ponowne mianowanie, oświadczenie komitetu audytu wyjaśniające rekomendacje i przedstawić powody, dlaczego rada zajęła inne stanowisko”.</p>	<p>Dodano wyróżnione pogrubioną czcionką sformułowania: „Podstawowym obowiązkiem komitetu audytu powinno być rekomendowanie mianowania, ponownego mianowania i odwołania zewnętrznych audytorów. Spółki FTSE350 powinny ogłaszać przetarg na kontrakt dla audytorów co najmniej co dziesięć lat. Jeśli rada nie zaakceptuje rekomendacji komitetu audytu, powinna zamieścić w raporcie rocznym i każdym innym dokumencie rekomendującym mianowanie lub ponowne mianowanie, oświadczenie komitetu audytu wyjaśniające rekomendacje i przedstawić powody, dlaczego rada zajęła inne stanowisko”.</p>

Edycja z 2010 roku	Edycja z 2012 roku
<p>Zalecenie C.3.7 (teraz C.3.8) „Raport roczny powinien wyjaśniać akcjonariuszom, jeśli audytor świadczy usługi niebędące audytem, jak chronione są obiektywizm i niezależność audytora”.</p>	<p>Zastąpione przez: „Odrębna część raportu rocznego powinna opisywać prace komitetu związane z wypełnianiem jego obowiązków. Raport powinien zawierać:</p> <ul style="list-style-type: none"> • istotne kwestie odnoszące się do sprawozdania finansowego oraz jak one zostały rozwiązane; • wyjaśnienie, jak oceniono efektywność procesu audytu zewnętrznego i przyjęte podejście do mianowania i ponownego mianowania audytora zewnętrznego, informacje dotyczące długości okresu współpracy z bieżącą firmą audytorską oraz daty ostatniego przetargu; • i, jeśli audytor świadczy usługi niebędące audytem, jak chronione są obiektywizm i niezależność audytora”.
<p>Zalecenie D.2.1: „Rada powinna utworzyć komitet wynagrodzeń, składający się z co najmniej trzech, a w przypadku mniejszych firm – dwóch niezależnych dyrektorów niezarządzających. Dodatkowo przewodniczący spółki może być członkiem, ale nie przewodniczącym komitetu, jeśli był on uważany za niezależnego w momencie powoływania na to stanowisko. Komitet wynagrodzeń powinien udostępnić zakres uprawnień, wyjaśniający jego rolę i uprawnienia delegowane mu przez radę. Jeśli konsultanci ds. wynagrodzeń są mianowani, powinno się złożyć oświadczenie, czy mają oni inne powiązania ze spółką”.</p>	<p>Ostatnie zdanie zmieniono następująco: „Jeśli mianuje się konsultantów ds. wynagrodzeń, powinni oni zostać przedstawieni w raporcie rocznym i należy złożyć oświadczenie dotyczące tego, czy mają oni inne powiązania ze spółką”.</p>

Źródło: [Feedback Statement 2012].

Przedstawiona skrótowo geneza i rozwój regulacji nadzoru korporacyjnego w Wielkiej Brytanii pozwala stwierdzić, że kraj ten jest światowym liderem w zakresie kształtowania dobrego corporate governance. W Zjednoczonym Królestwie powstał pierwszy kodeks dobrych praktyk, którego zapisy stały się wzorcem dla podobnych dokumentów opracowywanych przez poszczególne kraje na całym globie. Wylansował on zasadę *comply or explain* stosowaną przez zdecydowaną większość krajów w odniesieniu do zasad i regulacji nadzoru korporacyjnego. Funkcjonujące kodeksy są też nieustannie nowelizowane, opierając się na wynikach przeprowadzanych sukcesywnie rewizji, zapisów kodeksów i dobrych praktyk. Opracowano je dla spółek

giełdowych i nienotowanych na giełdzie, podmiotów rządowych (budżetowych), poszczególnych sektorów i rodzajów działalności. Żaden kraj na świecie nie może poszczycić się tak wielką aktywnością na polu doskonalenia corporate governance.

Rozdział 2

Nadzór korporacyjny w Stanach Zjednoczonych

2.1. Geneza amerykańskiego corporate governance

Stany Zjednoczone stały się częścią światowej historii 12 października 1492 roku, kiedy zostały odkryte przez Krzysztofa Kolumba szukającego najkrótszej drogi do Indii. Od początku XVI wieku rozpoczęła się walka ówczesnych mocarstw o dominację w tym regionie świata. Początkowo o własność tych terytoriów rywalizowali ze sobą władcy Hiszpanii i Portugalii. Następnie stało się ono przedmiotem ograniczonej eksploracji Włochów i Francuzów [Cameron 2001]. Anglicy pierwszą osadę na terenie dzisiejszych Stanów Zjednoczonych założyli w 1607 roku, rozpoczynając okres kolonizacji i zawłaszczania tego obszaru.

Dopiero w dniu 4 lipca 1776 roku II Kongres Kontynentalny uchwalił Deklarację niepodległości Stanów Zjednoczonych, które formalnie stały się krajem niepodległym w dniu 3 września 1783 roku. Od tego czasu rozpoczął się dynamiczny proces budowy potęgi gospodarczej tego kraju.

Tradycje amerykańskiego corporate governance mają swój początek w XVIII wieku i działalności korporacji Virginia Company [Monks, Minow 1995, s. 165], która była przedsiębiorstwem brytyjskim zarządzanym przez grupę angielskich osadników. Zajmowali się oni codzienną działalnością operacyjną tego podmiotu, natomiast nadzór nad korporacją sprawowała zlokalizowana w Londynie rada, w której kompetencji były zagadnienia związane ze strategią i rozwojem spółki. Rada ta ponosiła odpowiedzialność za stan przedsiębiorstwa oraz jego wyniki finansowe przed panującym władcą [Monks 1996].

Po uzyskaniu niepodległości nowo powstałe państwo dążyło do wprowadzenia własnego prawa i zasad dotyczących działalności gospodarczej. Wieleletnia dominacja brytyjska odcisnęła na tym państwie swoje piętno i spowodowała, że Stany Zjednoczone przejęły od Wielkiej Brytanii wiele instytucji prawnych i cech kultury korporacyjnej. W konsekwencji amerykański system corporate governance należy do modelu anglo-amerykańskiego, wykazując jednakże wiele specyficznych, różnicujących go właściwości.

Podstawę regulacji nowego niepodległego państwa stanowiło przekonanie, że nie można spodziewać się od korporacji działań zgodnych z oczekiwaniami państwa i ogółu społeczeństwa, jako że jej interes jest z natury zorientowany na osiągnięcie maksymalnych zysków. Z tego powodu ustawodawca przyznał organom administracji państwowej uprawnienia pozwalające na

daleko idącą ingerencją w funkcjonowanie podmiotów gospodarczych, dotyczącą m.in. celów, miejsca prowadzenia działalności, wysokości kapitału oraz zakresu kompetencji dyrektorów [Monks 1996]. Regulacje te miały w swoim założeniu chronić społeczeństwo przed niewłaściwym funkcjonowaniem korporacji. Ich efekt okazał się przeciwny, gdyż zapisy te doprowadziły do korupcji na ogromną skalę. W celach sanacji od 1811 roku poszczególne stany uchwały własne prawo liberalizujące stosunki gospodarcze [Zalega 2003].

Postęp technologiczny i wzrost skali działalności przedsiębiorstw zmusiły korporacje do poszukiwań nowych źródeł pozyskiwania kapitału, prowadząc do dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego oraz upowszechnienia się posiadania akcji, a tym samym do znacznego rozproszenia struktury właścicielskiej amerykańskich korporacji [Jacoby 2002]. Rozproszenie akcjonariatu w Stanach Zjednoczonych było w dużej mierze wynikiem świadomych działań legislacyjnych, ograniczających nadmierną koncentrację własności. Przykładami takich ograniczeń mogą być ustawa antytrustowa Shermana z 1890 roku (Sherman Antitrust Act) czy ustawa antytrustowa Clayтона z 1914 roku, które miały zapobiegać próbom monopolizacji rynków [Golec, Kurek 2011].

Rozproszenie struktury właścicielskiej zapewniło rynkowi kapitałowemu w Stanach Zjednoczonych wysoką płynność, ale doprowadziło także do uwydatnienia wielu negatywnych konsekwencji wynikających z rozdzielenia własności i zarządzania. Ze względu na fakt, iż pojedynczy inwestor dysponował jedynie niewielkim pakietem akcji, jego wpływ na funkcjonowanie korporacji był ograniczony, a ewentualne nakłady ponoszone na kontrolowanie działalności przedsiębiorstwa niewspółmiernie wysokie do odnoszonych z tego tytułu korzyści. Konieczne było zatem zwrócenie większej uwagi na kwestie sprawowania kontroli przez pośredników, czyli na działalność rady dyrektorów¹¹, która jako organ zarządzająco-kontrolny długo pozostawała na uboczu dynamicznej ewolucji koncepcji korporacji [Lis, Sterniczuk 2005, s. 124].

W pierwszych dekadach XX wieku kluczowym problemem większości amerykańskich przedsiębiorstw były kwestie pracownicze, znajdujące odzwierciedlenie w agresywnym nastawieniu związków zawodowych oraz zamieszkach wśród robotników. W tym okresie praca w amerykańskich fabrykach była ukierunkowana na maksymalne uproszczenie każdej czynności, co umożliwiało współdziałanie wielonarodowej i często niewykwalifikowanej siły roboczej, utrzymanie niskich płac oraz łatwe zastępowanie jednych pracowników nowymi. W rezultacie Stany Zjednoczone były liderem w dzie-

¹¹ Pierwotnie rada dyrektorów jako organu korporacji zdaniem K. Lisa i H. Sterniczuka odnaleźć można w założonej w 1791 r. przez A. Hamiltona The Society for Establishing Useful Manufactures. Korporacją tą zarządzało trzynastu dyrektorów, a pięciu akcjonariuszy stworzyło ciało na kształt dzisiejszego komitetu audytu [Lis, Sterniczuk 2005, s. 124]. Jednakże organ ten funkcjonował już w podmiotach powstałych na początku XVII wieku, a mianowicie Kompaniach Indyjskich (angielskiej, holenderskiej i francuskiej), South Sea Company i Mississippi Company.

dzinie masowej produkcji nieskomplikowanych towarów, a także krajem o zwiększającej się sile związków zawodowych. Za przykładem Europy zaczęły wdrażać kosztowne systemy ubezpieczeń społecznych, a także inicjować programy budujące lojalność pracowników wobec firmy, co określano wspólnym mianem kapitalizm dobrobytu (*welfare capitalism*). Polegały one np. na zapewnianiu pracownikom: szkoleń, atrakcyjnych form rekreacji, a nawet mieszkań, powodując zacieśnianie więzi między pracodawcą a pracownikiem [Jacoby 2002].

Wielki kryzys w latach trzydziestych XX wieku wstrząsnął gospodarką Stanów Zjednoczonych i spowodował masowe zwolnienia pracowników oraz radykalne cięcia w wydatkach na programy pracownicze. Organizacje związkowe, które już wcześniej wywalczyły przyjęcie przez Kongres regulacji dotyczących ubezpieczeń społecznych i płacy minimalnej, nie zapewniały bezpieczeństwa socjalnego, którego poziom wciąż był niższy w porównaniu z krajami europejskimi.

Na podstawie analizy sytuacji gospodarczej kraju w okresie kryzysu podjęto kroki mające na celu jej sanację. Uchwalone zostały przepisy regulujące funkcjonowanie rynku kapitałowego, a mianowicie ustawa o papierach wartościowych z 1933 roku (Securities Act), która nakładała na emitentów obowiązek regularnego publikowania sprawozdań finansowych, oraz ustawa o obrocie papierami wartościowymi z 1934 roku (Securities Exchange Act), powołująca Komisję papierów wartościowych (Securities and Exchange Commission – SEC), będącą najważniejszym organem regulacyjnym w kraju w zakresie szeroko rozumianego obrotu papierami wartościowymi. Zadaniem SEC jest regulowanie i nadzór nad działalnością biur maklerskich, izb clearingowych i giełd [SEC 2011a]. Wymogi NYSE, największej giełdy amerykańskiej, określają, że spółka musi mieć co najmniej czterystu akcjonariuszy, określoną przez rynek minimalną wartość rynkową i wolumen obrotu papierami wartościowymi oraz pokazać zgodność z obowiązującymi standardami nadzoru korporacyjnego. W ostatnich latach SEC powierzyła obowiązki związane z zapewnieniem odpowiednich standardów rachunkowości Financial Accounting Standards Board (FASB) powstałej w 1978 roku. Amerykańskie Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) mają zostać zastąpione przez IFRS w połowie drugiej dekady XXI wieku.

Znaczenie rynku kapitałowego w amerykańskim systemie corporate governance wzmocniła także uchwalona w 1933 roku ustawa Glass Steagall Act ograniczająca możliwość angażowania się przez banki kredytowo-depozytowe w działalność inwestycyjną [U.S. Banking 1933].

Lata powojenne w Stanach Zjednoczonych, w kontekście nadzoru korporacyjnego, cechuje znaczący wzrost niezależności menedżerów od akcjonariuszy, rozwój idei społecznej odpowiedzialności biznesu oraz stopniowej zmiany struktury właścicielskiej korporacji [Jacoby 2002]. Prawo od początku lat trzydziestych XX wieku gwarantuje menedżerom ochronę przed nadmierną ingerencją akcjonariuszy w sprawy dotyczące zwyczajnych operacji spółki

[Jerzemska 2002, s. 63]. Ogromna władza środowisk menedżerskich w amerykańskich korporacjach widoczna jest w systemie nadzoru korporacyjnego Stanów Zjednoczonych do dziś i w porównaniu z innymi krajami kompetencje walnego zgromadzenia amerykańskich korporacji są mocno ograniczone¹².

Od 1978 roku, na podstawie The Employee Retirement Income Security Act, pozwolono funduszom emerytalnym i ubezpieczeniowym inwestować w papiery wartościowe korporacji [Jerzemska 2002], rozpoczynając tym samym proces stopniowego zwiększania zaangażowania kapitałowego inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym. Na początku lat pięćdziesiątych XX wieku inwestorzy instytucjonalni posiadali mniej niż 10% wszystkich akcji, podczas gdy trzydzieści lat później w ich rękach znajdowało się już około 45% [Jacoby 2002]. Dane dotyczące tysiąca największych amerykańskich spółek pokazują, że na początku XXI wieku w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych znajdowało się już ponad 61%, a rekord padł w 2007 roku, kiedy to ta grupa inwestorów była właścicielem 76% akcji. Dane z końca 2006 roku wskazują, że aktywa kontrolowane przez inwestorów instytucjonalnych, rozumianych jako fundusze emerytalne, inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, banki i fundacje, przekroczyły wartość 21 bln USD i w ciągu 25 lat wielkość środków, jakimi zarządzają, zwiększyła się dziesięciokrotnie. Wartość środków zainwestowanych przez te instytucje w akcje wzrosła z 571,2 mld USD w 1980 roku (37% wartości rynku kapitałowego w USA) do 12,9 bln w 2006 roku (66% wartości rynku kapitałowego w USA) [Brancato, Rabimov, 2008].

Tak silna pozycja inwestorów instytucjonalnych powoduje konieczność powstania regulacji chroniących interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Do tych postanowień zaliczyć można wybieranie reprezentantów do rady dyrektorów poprzez głosowanie blokami (*cumulative voting*) lub też możliwość dochodzenia odszkodowania za naruszenie interesów drobnych akcjonariuszy [Braendle 2006]. Amerykańskie regulacje w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych są przez część autorów uważane za najlepsze tego typu rozwiązania na świecie i są ważnym motywem, dla którego spółki spoza Stanów Zjednoczonych wprowadzają swoje akcje do obrotu na giełdach amerykańskich [Reese, Weisbach 2001].

Istotne miejsce w amerykańskim systemie corporate governance zajmuje także fundusz emerytalny pracowników administracji publicznej stanu California (The California Public Employees' Retirement System – CalPERS), będący pionierem nowatorskiej techniki inwestycyjnej i wyznaczania nowej jakości ładu korporacyjnego.

¹² Przykładem może być proces nominowania członków do rady dyrektorów. Amerykański system nadzoru korporacyjnego dopuszcza sytuację, w której pomimo braku poparcia ze strony większości akcjonariuszy kandydat przedstawiony przez radę (komitet nominacji) i tak zostanie jej członkiem.

Swoją politykę inwestycyjną CalPERS opierał na poszukiwaniu spółek, których wyniki finansowe kształtowały się poniżej poziomu oczekiwań inwestorów, a w dalszej kolejności na opracowaniu programów sanacji oraz wymuszaniu na menedżerach poprawy zarządzania spółką. Spółki, które nie zdecydowały się na podjęcie kroków naprawczych, oraz członkowie ich organów, którzy niewłaściwie lub z małą starannością sprawowali swoje obowiązki, umieszczani byli na „czarnej liście” CalPERS, co było jednoznaczne z ogromnym uszczerbkiem na wizerunku oraz zainteresowaniem ze strony mediów (polityka *name and shame*) [Dyck, Zingales 2002]. Zalecenia wydawane przez CalPERS do dziś zajmują istotne miejsce w kształtowaniu ładu korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych i innych krajach anglosaskich [Global 2011]. Ze względu na niską efektywność wewnętrznych mechanizmów amerykańskiego corporate governance znaczącą rolę w dyscyplinowaniu działań menedżerów odgrywa rynek kontroli przedsiębiorstw [Mace 1971]. Lata osiemdziesiąte XX wieku przyniosły liczne transakcje fuzji i przejęć, co przyczyniło się także do wypracowania przez menedżerów spółek licznych mechanizmów chroniących przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem (np. tzw. trujące pigułki – *poison pills*), a także pokaźnych odpraw, zabezpieczających ich interesy (np. tzw. złote spadochrony – *golden parachutes*). Jednakże z biegiem czasu realia gospodarcze spowodowały, że korporacje zaczęły znowu być postrzegane jako własność akcjonariuszy, których działalność powinna opierać się na zasadach rachunku ekonomicznego. Wyrazem tego przekonania były również liczne prywatyzacje przedsiębiorstw użyteczności publicznej [Jacoby 2002].

Zainteresowanie nadzorem korporacyjnym w Stanach Zjednoczonych ma długą i chlubną tradycję, a także istotny wpływ na jego kształtowanie się w skali globalnej. Do amerykańskich sukcesów na tym polu zaliczyć można opublikowanie zrębów teorii agencji, które sformułowane zostały przez A.A. Berle’a i G.C. Meansa w 1932 roku, jak też teorii agencji stworzonej przez M. Jansen i W. Meckling w 1976 roku. W Stanach Zjednoczonych powstały również teoria bankructwa (N. Baxter, 1967), sygnalizacji (S. Ross, 1977), Pecking Order, czyli wyboru kolejności źródeł finansowania (S. Myers, N. Majluf, 1984), mające istotne znaczenie dla rozwoju i rozumienia problematyki corporate governance na świecie. Wiele opracowań mających kapitalne znaczenie dla rozwoju nadzoru korporacyjnego powstało właśnie w Stanach Zjednoczonych. Podejmowały one takie problemy, jak rady dyrektorów a wyniki działania spółki, wpływ dyrektorów zewnętrznych na wyniki działania spółki oraz oddziaływanie fuzji i przejęć.

Mimo tych osiągnięć niektórzy autorzy uważają, że system ten przechodzi kryzys, do którego uwidocznienia przyczynił się najbardziej skandal Enronu (2001). Obnażył on słabości amerykańskiego nadzoru korporacyjnego, rozpoczynając okres jego głębokiej krytyki inicjującej proces sanacji. Do największych jego słabości zaliczono słabe zaangażowanie akcjonariuszy w corporate governance, szczególnie w proces nominacji dyrektorów, brak niezależności

dyrektorów niezarządzających, długoterminową własność akcji, mało odpowiedzialne inwestowanie przez inwestorów instytucjonalnych, niezależność audytorów oraz sposoby wynagradzania menedżerów [Solomon 2007; Monks 2005]. Kolejną falę krytyki nadzoru korporacyjnego spowodował kryzys finansowy, który od 2007 roku paraliżował rozwój gospodarki w skali globalnej. Do największych słabości systemu corporate governance zaliczono wówczas problemy związane z pomiarem i zarządzaniem ryzykiem, system wynagradzania i motywowania kadry zarządzającej, rolę i działania rady dyrektorów oraz słabości systemu rachunkowości i regulacji [Kirkpatrick 2009]. Z kolei raport powołanej przez OECD Steering Group do największych słabości corporate governance zaliczył wynagradzanie, zarządzanie ryzykiem, praktyki rady i egzekwowanie uprawnień właścicielskich przez akcjonariuszy [Corporate Governance OECD 2009].

Można stwierdzić, że problemy te znalazły odzwierciedlenie w reformach corporate governance następujących w Stanach Zjednoczonych w ostatnich latach. Problematyka ta zostanie omówiona w trzecim podrozdziale.

2.2. Charakterystyka amerykańskiego modelu nadzoru korporacyjnego

Amerykański system nadzoru korporacyjnego podlegał ewolucyjnym zmianom na przestrzeni lat. W jego rozwoju można wyróżnić cztery następujące etapy [Jackson 2010].

Kapitalizm menedżerski, obejmujący lata sześćdziesiąte i siedemdziesiąte, który charakteryzowała silna pozycja menedżerów i słaba pozycja akcjonariuszy. Menedżerowie najwyższego szczebla uważani byli za lojalnych wobec spółki a nie za agentów akcjonariuszy. Korzenie tego etapu rozwoju corporate governance sięgają lat trzydziestych, kiedy następowało duże rozproszenie akcji, dające istotną siłę ówczesnym menedżerom. SEC zakazywała akcjonariuszom zabierania głosu w sprawach dotyczących działalności operacyjnej spółek, powodując znaczne pomniejszenie ich aktywności. Wrogie przejęcia były bardzo rzadkie z powodu znacznych trudności w pozyskiwaniu kapitałów na realizację tego celu. Korporacyjne prawo federalne położyło podwaliny pod rozwój menedżeryzmu w amerykańskim nadzorze korporacyjnym. Uprawnienia akcjonariuszy nie były duże, chociaż prawo federalne ściśle regulowało obrót papierami wartościowymi. Rady dyrektorów składały się głównie z „członków wewnętrznych” (*insiders*), wybieranych spośród obecnych lub byłych zarządzających lub znajomych CEO, którzy mieli jedynie głos doradczy i rzadko decydowali się na przeciwstawianie się decyzjom menedżerów. W tym okresie nie istniały już silne więzi przedsiębiorstw z bankami. Akcjonariusze pozbawieni zostali istotnego wpływu na wybór dyrektorów, którzy wybierani byli w głosowaniu przez przedstawicieli. Dyrektorzy niezależni byli rzadkością, a definicja „niezależności” ograniczała się do braku zatrudnienia w danej korporacji.

Już w 1974 roku SEC domagać się zaczęła publikowania informacji odnośnie do tworzenia komitetu audytu, a w 1978 roku opracowała wytyczne dotyczącego jego działalności. Natomiast NYSE (wymogi notowania) wymagać zaczęła tworzenia komitetu audytu i niezależnych dyrektorów w radzie dopiero w 1977 roku. Definiowanie niezależności dyrektorów było bardzo liberalne, gdyż za takich uważani byli dyrektorzy przedsiębiorstw afiliowanych, o ile relacje te nie wpływały na niezależny osąd; NASDAQ wymogi w tym zakresie wprowadziła dopiero pod koniec lat osiemdziesiątych.

Ówczesne regulacje nie wymagały tworzenia komitetu wynagrodzeń. Kompensata menedżerów bazowała na wynikach działania (wartości sprzedaży i zysku) i nie miała większego związku z przyrostem wartości korporacji w długim okresie. Menedżerowie zainteresowani byli dywersyfikacją działalności (tworzeniem portfela spółek), co pozwalało na pomniejszenie ryzyka i efektywniejszą wewnętrzną alokację kapitałów. Spółki w pewnym sensie uniezależniały się od rynku kapitałowego, finansując rozwój zyskami zatrzymanymi. Budowano dobrobyt charakteryzujący się stabilizacją korporacyjnego rynku pracy, dobrym poziomem wynagradzania, szkoleniami, niską wydajnością pracy i dużymi wymogami administracyjnymi. Znaczenia nabierała lojalność i zaangażowanie, za które pracownicy, szczególnie biurowi, byli nagradzani. Związki zawodowe trzymane były na uboczu, ale miały możliwość negocjowania kontraktów zbiorowych i warunków pracy w danym przedsiębiorstwie. Regulacje corporate governance nie uwzględniały zaangażowania pracowników w działanie korporacji, ale silna pozycja związków zawodowych i troska o najważniejszych pracowników (*core employees*) powodowały, że menedżerowie zmuszeni byli się z nimi liczyć.

Kapitalizm inwestorski i dekadę porozumień obejmującą lata osiemdziesiąte charakteryzuje występowanie na dużą skalę wrogich przejęć, zagrażających hegemonii menedżerów amerykańskich korporacji. W tym okresie wystąpiło spowolnienie gospodarki i narastanie międzynarodowej konkurencji. Trudności gospodarcze implikowały przesuwanie się siły w kierunku inwestorów. Inwestorzy instytucjonalni, a w szczególności fundusze emerytalne (głównie CalPERS), stali się aktywnymi uczestnikami corporate governance, wykorzystującymi swój rosnący udział we własności firm i wynikające z tego uprawnienia do głosowania dla zwiększenia wpływu na zarządzanie spółkami. Narastało zagrożenie wrogimi przejęciami, gdyż powstałe w latach poprzednich konglomeraty z powodu niedoszacowania wartości stały się atrakcyjnymi celami przejęć i obrotu. Dla sfinansowania inwestycji wykorzystywano obligacje śmieciowe (*junk bonds*), które pojawiły się na ówczesnym rynku. Sytuacja ta wywołała falę wykupów lewarowanych, odkupywania akcji własnych, wykorzystywania obligacji śmieciowych i sprzedawania aktywów przejętych firm.

Zmieniła się również rola rad dyrektorów. Przestały one być „kołem wewnętrznych przyjaciół”, w którym dyrektorzy banków odgrywali istotną rolę. W latach 1982–1994 wpływy banków znacznie się pomniejszyły, gdyż korporacje zdobyły możliwość pozyskiwania kapitałów na rozwijającym się rynku

finansowym. Odnotowano też wzrost w radach udziału dyrektorów niezależnych (z 30% do 60%). Coraz więcej spółek tworzyło komitety wynagrodzeń. W 1979 roku funkcjonowały one w 19% korporacji, a w 1989 już w 30%. Jednakże rosnąca ich liczba nie powodowała zwiększania się roli komitetów w zarządzaniu spółkami – CEO nadal sprawował kontrolę nad nimi, a ich członkowie traktowani byli jako dyrektorzy reprezentujący interesy akcjonariuszy, czyli zależni.

Wraz z rozwojem rynku kapitałowego rosło powiązanie wynagrodzeń menedżerów z rynkowymi wynikami działania spółek. Zwiększyło się znaczenie opcji na akcje (z 10% wynagrodzenia CEO w 1980 do 48% w 1994 roku). Zaczęto też pozyskiwać przychylność menedżerów przy wrogich przejęciach, oferując im „złote spadochrony”. W tym okresie prawo korporacyjne nie dawało akcjonariuszom możliwości wpływu na wynagradzanie menedżerów. Fala restrukturyzacji spowodowała odejście od polityki dobrobytu, gdyż zaczęto zwalniać pracowników; pogorszeniu ulegać zaczęły też warunki zatrudnienia. Stopniowo pomniejszało się znaczenie topniejących związków zawodowych, a spółki zaczęły porzucać politykę zatrzymywania i reinwestowania zysków, powodując wzrost wskaźników wypłaty dywidendy i odkupywania akcji własnych (odpowiednio 49,0% i 25%). Przeciętne wynagrodzenie korporacyjne pomniejszyło się w tym okresie o 5%, natomiast wynagrodzenie CEO wzrosło o 415%.

Trzeci okres rozwoju nadzoru korporacyjnego, określony jako „obrona zarządzających i ideologia wartości dla akcjonariuszy,” obejmuje lata dziewięćdziesiąte, w których menedżerowie spółek zaczęli odzyskiwać swoje wpływy. Było to możliwe głównie dzięki wywieraniu skutecznej presji na uchwalenie prawa przeciwdziałającego praktykom monopolistycznym, którego zapisy implikowały znacznie większe koszty wrogich przejęć. Menedżerowie chętnie zaakceptowali nową koncepcję kreowania wartości dla akcjonariuszy, która stała się podstawą działania korporacji amerykańskich. Prowadziło to do zwiększenia znaczenia właścicieli spółek akcyjnych. Akcjonariusze instytucjonalni, powiększając stan posiadania akcji i korzystając z prawa głosu, często sprzeciwiali się wrogim przejęciom. Ponadto w 1992 roku złagodzone prawo dotyczące przedstawicielstwa i akcjonariusze zyskali możliwość komunikowania się ze sobą. Zmiany w zakresie aktywności akcjonariuszy były istotne, ale ciągle niedostateczne. Coraz powszechniejsze wykorzystanie wynagradzania bazującego na kapitałach własnych (opcje na akcje) powodowało duże zainteresowanie menedżerów restrukturyzacją korporacji i reorientacją na rynek kapitałowy. Zmiany te następowały równoległe z wprowadzaniem dyrektorów niezależnych do rady.

Drugą specyficzną cechą lat dziewięćdziesiątych było zmniejszenie się liczby wrogich przejęć. Nabrały też one innego charakteru, gdyż zorientowane były na rozwijające się szybko sektory i nowoczesne technologie. Zmniejszenie się liczby wrogich przejęć spowodowane było trzema czynnikami, a mianowicie załamaniem się rynku obligacji śmieciowych, wprowadzeniem na po-

ziomie federalnym regulacji przeciwdziałających przejęciom i zmieniającym się nastawieniem menedżerów do wartości dla akcjonariuszy, a także zmianą roli rady dyrektorów. Nadal nie było klarownej definicji niezależności dyrektora i bardzo często łączone były stanowiska CEO i przewodniczącego rady. Niezależni dyrektorzy zyskali na znaczeniu, gdyż prawo (Delaware Supreme Court) pozwalało na odrzucenie wrogiego przejęcia, jeśli sprzeciwiła mu się rada dyrektorów, w której większość stanowili dyrektorzy niezależni. Ten kierunek zmian nadal jest kontynuowany w amerykańskim corporate governance.

Od połowy lat dziewięćdziesiątych odnotowywano wzrost wynagradzania menedżerów opcjami na akcje (83% w roku 2000), które miały bardzo mało ograniczeń. Uznanie przez Business Roundtable priorytetu interesów akcjonariuszy spowodowało nadejście ery kreowania wartości dla tej grupy. W konsekwencji tego wypłaty dywidendy pozostały na wysokim poziomie, firmy nie powiększały się, koncentrując się na działalności podstawowej. Wynagrodzenia CEO oraz osób, których praca związana była z rynkiem kapitałowym, rosły, a wynagrodzenia pozostałe nie zmieniały się. Prowadziło to do nierówności i dominacji orientacji finansowej w gospodarce, co charakteryzuje skrót FIRE, czyli *finance, insurance and real estate* (finanse, ubezpieczenia i nieruchomości). To przeorientowanie spowodowało istotne zmiany w nadzorze korporacyjnym, gdyż nowe mechanizmy ukierunkowane na zwalczanie wrogich przejęć (nowe formy wynagradzania menedżerów, wzrost ich wynagrodzeń i „złote spadochrony”) implikowały powiązanie interesów menedżerów z wartością dla akcjonariuszy, ale również brak ich zainteresowania długoterminowym rozwojem spółek.

Kolejny etap rozwoju amerykańskiego nadzoru korporacyjnego to okres kryzysu paradygmatu *shareholder value*. W jego charakterystyce znaczenia nabiera analiza pięciu wymiarów corporate governance, a mianowicie aktywizmu akcjonariuszy, rynku kontroli korporacji, rady dyrektorów, wynagradzania menedżerów i roli regulacji (*gatekeepers*).

Amerykański system corporate governance nie jest systemem w pełni spójnym. Mimo silnego powiązania interesów menedżerów z wartością dla akcjonariuszy rozwiązanie problemu agencji zbyt często ogranicza się do nadmiernych korzyści (zachęt) dla zarządzających najwyższego szczebla, zbyt małej odpowiedzialności inwestorów i zbyt słabego nadzoru ze strony nie w pełni niezależnej rady dyrektorów. W ostatnich latach wiele miejsca w publikacjach poświęcano krytyce istniejących regulacji, która prowadzi do nowelizacji istniejących regulacji.

Za bezprecedensowy dokument w zakresie legislacji (procesu audytu) można uznać ustawę Sarbanes-Oxley Act (SOX), która spowodowała, że największymi beneficjentami kryzysu stały się firmy audytorskie. Ustawa wywiera pozytywny wpływ na poprawę sprawozdawczości i ograniczanie wynagradzania menedżerów, ale postanowienia tego dokumentu mają mniej istotny wpływ na pozostałe elementy nadzoru korporacyjnego. W niewielkim zakresie

odnoszą się one do takich fundamentalnych zagadnień, jak odpowiedzialność inwestorów, wynagradzanie menedżerów i rola rady dyrektorów.

Wyrazem słabości corporate governance są skandale finansowe powodowane oszustwami, polegającymi na wykorzystywaniu przez menedżerów uprawnień kontrolnych nad spółką w celu kreowania fikcyjnych (księgowych i rynkowych) wyników działania. Z kolei tworzenie produktów strukturyzowanych umożliwiło bankom rozdzielenie ryzyka kredytowego od ryzyka rynkowego, co służyło pomniejszeniu ryzyka specyficznego (indywidualnego), ale zwiększało ryzyko systemowe. Powstająca nowa relacja pomiędzy kredytobiorcami, kredytobiorcami i agencjami ratingowymi tworzyła model kredytowania *generate and distribute*. W konsekwencji słabości nadzoru korporacyjnego przyczyniły się do powstania kryzysu, między innymi dlatego, że standardy rachunkowości oraz rachunkowość oparta na wartości godziwej okazały się nieadekwatne, a także ze względu na występowanie istotnej relacji pomiędzy silnym motywowaniem CEO i podejmowaniem ryzyka, szczególnie przez menedżerów banków.

W aspekcie nadzoru korporacyjnego wynagrodzenie menedżerów powinno być określane przez radę dyrektorów i monitorowane z punktu widzenia ryzyka związanego z długoterminową wartością spółki. Praktyki zarządzania ryzykiem okazały się zbyt słabe, aby rady mogły monitorować i przeciwdziałać podejmowaniu nadmiernego ryzyka [Jackson 2010]. Kryzys wykazał też słabości agencji ratingowych, pod których adresem formułowane były poważne zarzuty, szczególnie źle oceniano ich zaangażowanie w konflikty agencyjne.

Amerykański model corporate governance wykazuje wszystkie cechy charakterystyczne dla modelu otwartego (zewnątrznego). W systemie tym zasadniczą rolę odgrywają spółki publiczne ze znacznie rozproszonym akcjonariatem, dla których zorganizowany rozwinięty rynek kapitałowy jest głównym źródłem pozyskiwania kapitału potrzebnego do finansowania ich długoterminowej działalności i rozwoju [Oplustil 2010].

Do najważniejszych cech amerykańskiego modelu nadzoru korporacyjnego należą: duże, płynne rynki kapitałowe, rosnąca siła koncentrującego się akcjonariatu i inwestorów instytucjonalnych, głównie funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych – ubezpieczeniowych i powierniczych – oraz aktywny rynek w zakresie kontroli korporacji, na którym akcjonariusze mogą usunąć menedżerów uzyskujących słabe wyniki działania za pomocą przejęć firm [Brooks 1997]. Szczególna uwaga zwracana jest na akcjonariuszy i na wyniki działania spółek. Firmy amerykańskie (również brytyjskie) koncentrują się też na takich czynnikach, jak reputacja, innowacja, marka [Kay 1994].

Centralnym punktem amerykańskich regulacji prawnych w zakresie nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie możliwie jak największej przejrzystości funkcjonowania spółek. Służą temu obowiązki ujawniania informacji, mających znaczenie dla obecnych i potencjalnych inwestorów. Korporacje o sumie bilansowej przekraczającej 10 mln dolarów, które posiadają ponad

500 współwłaścicieli, mają obowiązek sporządzania raportów okresowych i rocznych, które są publicznie dostępne.

Prawo dotyczące papierów wartościowych i obrotu nimi nakłada obowiązki także na inwestorów. Akcjonariusz posiadający przynajmniej 5% akcji spółki notowanej na giełdzie jest zobowiązany poinformować o tym Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC), a inwestor posiadający powyżej 10% akcji danej spółki ma obowiązek dokonania transferu do firmy ewentualnych zysków kapitałowych pochodzących z sekwencji transakcji kupna-sprzedaży, mających miejsce w ciągu sześciu miesięcy od ich pozyskania. Ma to zapobiegać praktykom wykorzystywania poufnych informacji w obrocie giełdowym (*insider trading*), które są prawnie zakazane [Mendes Aldrighi 2003].

Amerykańskie prawo nakłada też ograniczenia dotyczące kontaktów między akcjonariuszami, które mają zapobiegać potencjalnym manipulacjom na rynku. Akcjonariusze mogą wprawdzie kontaktować się ze sobą i budować koalicje wspólnych interesów, jednak musi się to odbywać zgodnie z procedurami SEC (*proxy building*), które wymagają upublicznienia faktu i przedmiotu konsultacji, a dodatkowo wiążą się z dużymi kosztami [Bainbridge 2000]. Pozostawia ono dość szeroki margines swobody w ustanawianiu własnych wewnętrznych zasad funkcjonowania organów korporacji, które powinny być zapisane w statucie spółki lub dodatkowych kodeksach. Dotyczy to w szczególności sposobu wyboru dyrektorów lub kwestii związanych z uprzywilejowaniem akcji.

Ważnym organem spółki jest rada dyrektorów, która łączy funkcje zarządcze i nadzorcze. Organ ten w Stanach Zjednoczonych składa się przeciętnie z trzynastu członków, którymi są menedżerowie wysokiego szczebla oraz osoby spoza przedsiębiorstwa, które nie uczestniczą w procesie zarządzania nim. Obecnie blisko połowa rad ma w swoim składzie niezależnych dyrektorów, a w ich ramach działa kilka komitetów, z których najaktywniejszy jest komitet audytu. Regulacje giełdowe wymagają, aby spółki notowane posiadały komitet audytu i wynagrodzeń. Tworzenie pozostałych komitetów zależy od decyzji spółki.

W około 12% korporacji stanowisko przewodniczącego rady (Chairman) sprawuje inna osoba niż naczelny dyrektor zarządzający (Chief Executive Officer). Rady amerykańskich korporacji spotykają się przeciętnie dziewięć razy w roku [Lis, Sterniczuk 2005, s. 125].

Członek rady dyrektorów ma dwa główne obowiązki, a mianowicie dochowania należytej staranności (*duty of care*) oraz zachowania lojalności (*duty of loyalty*), czyli działania w dobrej wierze w najlepszym interesie korporacji. Obowiązkiem rady dyrektorów jako organu jest udzielanie wskazówek osobom zarządzającym, ochrona aktywów przedsiębiorstwa oraz dbałość o zgodność kierunków rozwoju firmy z interesem wszystkich właścicieli. Rada mianuje naczelnego dyrektora zarządzającego, wyznacza poziom jego wynagrodzenia, podejmuje decyzję o wypłacie dywidendy, wyraża zgodę na emisję papierów wartościowych i wysuwa rekomendacje dla właścicieli w sprawach

istotnych dla firmy, takich jak np. zgoda na fuzję czy sprzedaż części przedsiębiorstwa [Glassmann 2006].

Od czasu publikacji SOX stało się jasne, że wspólne fundamenty nadzoru korporacyjnego brytyjskiego i amerykańskiego przestały istnieć. Wielka Brytania bazuje na zasadach i podejściu polegającym na samoregulacji. Stany Zjednoczone wykorzystują podejście preskryptywne – oparte na regulacjach prawnych [Tricker 2008]. Nie obowiązuje w tych regulacjach zasada *comply or explain*. Menedżerowie mają bardzo silną pozycję w spółce, ale przy istnieniu systemu dobrze rozwiniętej kontroli zewnętrznej. Za brak przestrzegania regulacji nadzoru korporacyjnego grożą kary pieniężne lub pozbawienia wolności, zaostrzone bardzo przez SOX w 2002 roku.

Podsumowanie rozważań dotyczących charakterystyki amerykańskiego corporate governance stanowić może lista cech przedstawiona przez J. Jeżaka [Jeżak 2010]:

- silna orientacja na maksymalizację korzyści dla akcjonariuszy;
- duży udział inwestorów instytucjonalnych we własności akcji,
- występowanie jednopoziomowego organu zarządczo-kontrolnego, czyli rady dyrektorów składającej się z dyrektorów wewnętrznych i zewnętrznych,
- silne przywództwo, które ma obowiązek dochowania lojalności i zachowania należytej staranności,
- tworzenie w radzie dyrektorów komitetów, najczęściej komitetu audytu, nominacji, wynagrodzeń, corporate governance,
- silne akcentowanie regulacji (prawa) antymonopolowych oraz wymogu transparentności,
- rozwinięty rynek kontroli przedsiębiorstw,
- narastanie aktywności inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych.

Można stwierdzić, że w Stanach Zjednoczonych istnieją skryształizowane poglądy praktyków na nadzór korporacyjny i struktury zapewniające jego efektywność. Dominuje zasada maksymalizacji stanu posiadania akcjonariuszy, a zatem praktyka nie odzwierciedla teoretycznych rozbieżności w zakresie definiowania celu działania spółki. Rekomendacje dotyczą głównie sposobów zwiększenia aktywności właścicieli akcji.

2.3. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych

Prawne ramy amerykańskiego nadzoru korporacyjnego są wyznaczane przez unormowania o charakterze prawnym i quasi-prawnym, zawarte w aktach prawa stanowego i federalnego, w zbiorach i zaleceniach opracowanych przez organizacje profesjonalne, w regulaminach najważniejszych giełd oraz orzecznictwie sądów stanowych, w tym zwłaszcza sądów stanu Delaware [Oplustil 2010]. Opierają się one na przepisach prawa handlowego, które

w każdym z pięćdziesięciu stanów wyglądają nieco inaczej, ale ich generalny charakter jest bardzo zbliżony [Glassman 2006]. Na szczeblu federalnym obowiązuje stosunkowo niewiele regulacji w zakresie dotyczącym nadzoru korporacyjnego, z których najważniejsze to [SEC 2011]:

- Securities Act z 1933 roku,
- Securities Exchange Act z 1934 roku,
- Investment Company Act z 1940 roku,
- Investment Advisers Act z 1940 roku.

Dokumenty¹³, które kształtują amerykański nadzór korporacyjny od końca XX wieku, prezentuje tabela 3.

Tabela 3. Regulacje corporate governance w Stanach Zjednoczonych

Nazwa regulacji	Data publikacji
Statement on Corporate Governance	wrzesień 1997
Global Corporate Governance Principles	1999
Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism	2001
Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations	2002
Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes	25 marca 2002

¹³ Historyczne ujęcie regulacji Corporate Governance [NYSE, Historical Education Material...]:

- 11 stycznia 2013: Approval Order to Compensation Committee Rules Filing (SR-NYSE-2012-49)
- 8 stycznia 2013: Proposed Compensation Committee Rules Amendment 3 (SR-NYSE-2012-49)
- 1 października 2012: Proposed Compensation Committee Rules Amendment 1 (SR-NYSE-2012-49)
- 25 listopada 2009: Approval Order to Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2009-89)
- 10 września 2009: Amendment No. 1 to Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2009-89)
- 26 sierpnia 2009: Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2009-89)
- 12 sierpnia 2008: Change to Bright Line Director Independence Test (SR-NYSE-2008-75)
- 2 listopada 2004: Amendment No. 3 to Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2004-41)
- 28 października 2004: Amendment No. 2 to Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2004-41)
- 30 sierpnia 2004: Amendment No. 1 to Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2004-41)
- 4 listopada 2003: Final Corporate Governance Listing Standards (SR-NYSE-2002-33)
- 17 października 2003: Amendment Number Three to the NYSE's Corporate Governance Rule Proposals
- 8 października 2003: Amendment Number Two to the NYSE's Corporate Governance Rule Proposals
- 4 kwietnia 2003: Amendment Number One to Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2002-33)
- 16 sierpnia 2002: Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2002-33).

Tabela 3. Regulacje corporate governance w Stanach Zjednoczonych (cd.)

Nazwa regulacji	Data publikacji
Principles of Corporate Governance	maj 2002
Corporate Governance Rule Proposals	1 sierpnia 2002
Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance	9 stycznia 2003
Restoring Trust – The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc.	sierpień 2003
Final NYSE Corporate Governance Rules	3 listopada 2003
Asset Manager Code of Professional Conduct	listopad 2003
TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance	13 marca 2007
Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies	16 października 2008
Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance	23 września 2010
Principles of Corporate Governance 2012	27 marca 2012
Full CII Corporate Governance Policies	27 września 2013

Źródło: [Index of Codes 2013].

W ostatnich dekadach głównymi przyczynami dynamicznego rozwoju uregulowań nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych była sytuacja na rynku przejęć oraz zakłócenia w komunikacji pomiędzy menedżerami a akcjonariuszami spółek. Sugestie dotyczące corporate governance coraz powszechniej były akceptowane i stosowane przez spółki giełdowe. Początkowo wynikało to w dużej mierze z dobrowolności dyktowanej zainteresowaniem akcjonariuszy. Zmianę tej orientacji wprowadził Sarbanes-Oxley Act w 2002 roku. W dalszej części tego rozdziału omówione zostaną wybrane, najważniejsze treści amerykańskich dokumentów corporate governance zestawionych przez ECGI, które opublikowane zostały po wybuchu kryzysu finansowego. Dokumentom wcześniejszym poświęcono mniej uwagi.

2.3.1. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych do kryzysu finansowego

2.3.1.1. Statement on Corporate Governance (1997)

W przedmowie do Statement on Corporate Governance [Statement on 1997], opublikowanym we wrześniu 1997 roku przez Business Roundtable, przedstawiono dokumenty, które poprzedziły jego publikację. Pierwszy z nich pojawił się już w styczniu 1978 roku. Omawiana publikacja zawiera podsumowanie prac w zakresie uregulowań nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych trwających przez poprzedzające ją dwie dekady. Autorzy tego

dokumentu stwierdzają z zadowoleniem, że zawarte w nich sugestie coraz powszechniej są akceptowane i stosowane przez spółki. Nie jest to rezultatem stanowionego nowego prawa i regulacji, ale wynika z dobrowolności dyktowanej zainteresowaniem akcjonariuszy.

Statement on Corporate Governance podkreśla, że głównym celem działania przedsiębiorstwa jest generowanie zwrotu dla właścicieli i istota dobrego nadzoru korporacyjnego, który ma służyć realizacji celów spółki poprzez dostarczanie struktury, w ramach której akcjonariusze, dyrektorzy i menedżerowie mogą dążyć do ich osiągnięcia w sposób najbardziej efektywny [Statement on 1997].

Spółka jest zarządzana przez radę dyrektorów, która przekazuje menedżerom część swojej władzy i odpowiedzialności, umożliwiając im zarządzanie codzienną działalnością przedsiębiorstwa. Zakres delegacji praw i obowiązków zależy od rozmiarów korporacji i warunków jej działania.

Stwierdzono, że nie ma i nie powinno być jedności w podejściu do struktury i działania rady. W jej skład zwykle wchodzi od ośmiu do szesnastu osób, a optymalna wielkość jest różna w różnych korporacjach i sektorach.

Ważne jest, aby rada dużego, stanowiącego własność publiczną przedsiębiorstwa posiadała istotny stopień niezależności. Z tego powodu większość jej członków powinna być dyrektorami niezależnymi (zewnętrznymi) niezarządzającymi. Zdaniem Business Roundtable niezależność danego dyrektora należy oceniać, bazując na indywidualności przypadku, a nie na stosowaniu określonych, sztywnych kryteriów. W radzie zasiadać mogą dyrektorzy wewnętrzni, których, zdaniem rady, predestynuje do tego pozycja lub potencjalna sukcesja.

Większość członków Business Roundtable uważa, że korporacjom dobrze służy struktura, w której naczelny dyrektor zarządzający jest jednocześnie przewodniczącym rady. CEO powinien stanowić pomost łączący menedżerów i radę, zapewniając realizację wspólnego celu przez te gremia. Jednoosobowe przewodnictwo zapewnia jedną wizję spółki i bardziej efektywną organizację.

W niektórych korporacjach utworzono stanowisko dyrektora – lidera, który zwykle nie ma wyspecyfikowanych obowiązków, ale podejmuje działania w sytuacjach nadzwyczajnych, kiedy z ważnych względów nie może pełnić ich CEO.

Rada musi planować zapewnienie sobie ciągłości działania i sukcesji. Praktyka w tym względzie, z uwagi na różnorodność składu i warunków działania rad, może być różna.

Rady dyrektorów dużych, publicznych spółek działają w oparciu o komitety. Różnorodność struktur i funkcji tych komitetów odpowiada określonym potrzebom spółek, ich kulturze i chęciom eksperymentowania. Rekomenduje się, aby każda spółka posiadała komitet do spraw audytu, czego wymaga też regulamin giełdy nowojorskiej, komitet do spraw wynagrodzeń/personalny i komitet nominacji/nadzoru oraz żeby członkami ich byli dyrektorzy ze-

wnętrznymi. Rada może również utworzyć inne komitety, określając ich obowiązki i zakres odpowiedzialności.

Wynagradzanie rady powinno być konkurencyjne w świetle praktyki sektora i ciężaru obowiązków spoczywających na jej członkach. Jego forma różni się pomiędzy korporacjami i zależy od warunków, jakie oferuje rada dla pozyskania i zatrzymania dyrektorów. Rady powinny rozważyć połączenie interesów dyrektorów z interesami akcjonariuszy, oferując im jako część wynagrodzenia akcje lub opcje na akcje firmy.

Częstotliwość posiedzeń rady powinna zależeć od potrzeb dyrektorów. Zwykle rada dużej, publicznej korporacji spotyka się mniej więcej osiem razy w roku. Częstość tych posiedzeń powinna być uzależniona od złożoności organizacji, stopnia powodzenia (sukcesu) przedsiębiorstwa i jego stabilności oraz przekonania rady. Rada powinna spotykać się periodycznie, co najmniej raz do roku, bez naczelnego dyrektora zarządzającego i pozostałych dyrektorów wewnętrznych celem oceny wyników działania CEO.

Rada powinna uzyskać informacje umożliwiające właściwe pełnienie funkcji nadzoru, a także rozpatrywać politykę i działania w aspekcie nadzoru korporacyjnego. Może ona w adekwatnym zakresie sformalizować te działania.

Główne zasady prowadzenia walnego zgromadzenia powinny być ustalone, zapisane i dostarczone każdemu jego uczestnikowi. Mogą one dotyczyć takich spraw, jak procedura podejmowania uchwał, pytania do przewodniczącego, limity czasowe lub liczba dyskutantów.

Propozycje menedżerów i akcjonariuszy oraz nominacje do rady przedstawiane są przez pełnomocników (prokurentów)¹⁴. Akcjonariusze mogą zgłaszać propozycje w trakcie walnego zgromadzenia. Daje im to możliwość decydowania o ważnych sprawach spółki.

Normalną działalnością operacyjną korporacji powinni zarządzać menedżerowie i wybrana przez akcjonariuszy rada dyrektorów. Odpowiednie powiadomienie o problemach pozwala wszystkim zainteresowanym grupom uczestniczyć w procesie ich rozwiązywania. Wobec tego rekomenduje się, aby korporacje wprowadziły w regulaminach wymóg wcześniejszego powiadomienia, co umożliwi promowanie dobrego nadzoru korporacyjnego. Bardzo ważne jest też ustalenie adekwatnych mierników zapewniających uczciwość, dokładność i terminowość procesu głosowania.

¹⁴ W omawianym dokumencie używa się terminu *proxy*. Jego polskie tłumaczenie brzmi przedstawicielstwo lub prokura. Na podstawie angielskiego tekstu nie można jednoznacznie uzasadnić wyboru jednego z tych dwóch terminów różniących się zasadniczo jeśli chodzi o kompetencje i uprawnienia w polskich uregulowaniach prawnych. Z tego względu posługiwać się będziemy słowem „pełnomocnictwo”, gdyż wyraża ono sens terminu, a ogranicza zakres uprawnień. Por. [Śmid 2000, s. 219–220; Oźga 2000, s. 514–515; Słownik angielsko-polski 1964, s. 682].

2.3.1.2. The Global Principles of Accountable Corporate Governance (1999)

Zalecenia Business Roundtable stanowią jeden z najważniejszych dokumentów kształtujących amerykański nadzór korporacyjny. Do tej grupy należą również rekomendacje jednego z największych amerykańskich funduszy emerytalnych – The California Public Employees' Retirement System (CalPERS), którego wartość aktywów w dniu 6 stycznia 2012 roku wynosiła 225 mld USD i który od 1996 roku aktywnie zajmuje się problematyką corporate governance.

The Global Principles of Accountable Corporate Governance tworzą ramy służące CalPERS egzekwowaniu odpowiedzialności za głosowanie z tytułu przedstawicielstwa. Zasady te wspierają jego inicjatywy w zakresie zaangażowania i nadzoru korporacyjnego ukierunkowane na osiągnięcie długoterminowego stałego, skorygowanego o ryzyko, zwrotu z inwestycji. Dokument CalPERS Global Principles wyróżnia cztery obszary zasad – podstawowe, krajowe, międzynarodowe i rynków wschodzących. Uważa on, że na globalnym rynku kapitałowym adaptowanie wszystkich zasad przez każdą spółkę nie jest właściwe z powodu różnic w zakresie rozwoju, konkurencyjności otoczenia oraz ograniczeń regulacyjnych lub prawnych. Natomiast zasady podstawowe powinny być stosowane przez wszystkie spółki funkcjonujące na rynkach kapitałowych, bez względu na stan ich rozwoju, stanowiąc podstawę dla osiągnięcia długoterminowego, trwałego zwrotu z inwestycji poprzez odpowiedzialne struktury nadzoru korporacyjnego. W odniesieniu do spółek amerykańskich lub notowanych na rynkach amerykańskich CalPERS jest zwolennikiem korygowania zasad podstawowych, czyli Domestic Principles of Accountable Corporate Governance [Comparison 2012].

Rekomendacje funduszu w zasadzie przyjmują wytyczne Statement of Global Corporate Governance Principles opublikowane w lipcu 1999 roku przez CalPERS i nie odbiegają istotnie od zaleceń Business Roundtable.

2.3.1.3. Report of the National Association of Corporate Directors (2001)

Kolejnym amerykańskim dokumentem corporate governance uwzględnionym na liście ECGI jest Report of the National Association of Corporate Directors (NACD) sporządzony przez Commission on Director Professionalism, której przewodniczącym był Ira M. Millstein [The NACD 2008]. Poświęcony on został praktykom nadzoru promującym stosowanie kultury profesjonalizmu rad i ich członków. Rady dyrektorów podlegają nieustannie ewolucji, której końca nie można przewidzieć. Raport przyznaje, że każda korporacja musi planować swoją przyszłość, stąd przyjęcie stałych, rygorystycznych reguł nadzoru przez rady nie jest zasadne. Raport sugeruje, aby dyplomowani dyrektorzy, po głębokiej i dokładnej dyskusji, kolektywnie tworzyli reguły nadzoru dla swoich rad. Podejście to nie „tworzy uniwersalnego rozwiązania wszystkim pasującego” (*one-size-fits-all*), ale stosuje bardziej zaawansowany proces, który w skrócie nazywany jest „zrób to sam” (*do-it-yourself*), wykorzystywany przez

członków rady poszukujących odpowiedniej kultury jej profesjonalizacji. Organizacja NACD sformułowała dziesięć następujących rekomendacji:

1. Większość członków rad dyrektorów powinna być niezależna. Rady powinny określić politykę i rozwiązywać konflikty interesów występujące pomiędzy jej członkami.
2. Rady powinny wymagać, aby kluczowe komitety – komitet audytu, wynagrodzeń, nadzoru/nominacji (i inne) – składały się całkowicie z dyrektorów niezależnych oraz w razie potrzeby miały swobodę zatrudniania niezależnych doradców.
3. Każdy komitet powinien posiadać zatwierdzony przez radę statut określający szczegółowo jego obowiązki, które powinny ujmować co najmniej dwa kluczowe elementy, a mianowicie nadzór nad jakością i integralnością raportów finansowych oraz procesem ich sporządzania, jak też nadzór nad zarządzaniem ryzykiem. Do obowiązków komitetu wynagrodzeń należy ustalenie docelowych wyników działania, w taki sposób, aby wiązały wynagrodzenia menedżerów z długookresowymi interesami akcjonariuszy. Komitet nominacji/nadzoru ma obowiązek ustalenia oraz nominowania dyrektorów i członków komitetów mających kwalifikacje i czas na wypełnianie przypisanych im obowiązków.
4. Rady powinny rozważyć formalną desygnację niezależnego dyrektora na przewodniczącego lub dyrektora – lidera rady, lub też niezależnego członka rady, który by jej przewodniczył (okazjonalnie lub permanentnie) w trakcie określania najważniejszych jej funkcji.
5. Rady powinny regularnie i formalnie oceniać wyniki działania CEO, innych menedżerów wysokiego szczebla, pracę rady jako całości oraz poszczególnych jej dyrektorów. Kryteria tej ewaluacji powinny być kontrolowane przez niezależnych dyrektorów.
6. Rady powinny weryfikować adekwatność systemów zgodności i raportowania spółek co najmniej raz w roku, zapewniając, że menedżerowie przywiązują wielką wagę do etycznego zachowania, przestrzegania prawa i regulacji. Powinny one aprobować zasady rachunkowości i audytu oraz dokumenty wewnętrznego nadzoru korporacyjnego. Do wymogu ujawniania wynagrodzeń menedżerów rada powinna dołączyć obowiązek publikowania całkowitej wartości wynagrodzenia każdego dyrektora, w tym wartości opcji akcyjnych lub darowizn uzyskanych w danym roku.
7. Rada powinna stosować politykę zwoływania periodycznych, odrębnych posiedzeń dyrektorów niezależnych, które powinny zapewnić radom i członkom komitetów możliwość ustosunkowania się do propozycji menedżerów i/lub działań, w otoczeniu pozbawionym formalnych i nieformalnych ograniczeń.
8. Komitet audytu powinien spotykać się osobno z wewnętrznymi i niezależnymi audytorami.
9. Rady i menedżerowie powinni konstruktywnie uczestniczyć w opracowaniu i zapewnianiu rozwoju, egzekucji, monitorowaniu i modyfikacji stra-

tegiej spółki. Charakter i zakres tego zaangażowania zależec powinien od warunków panujących w spółce, sektorze lub branży, w której ona operuje.

10. Rady powinny umożliwić nowym dyrektorom uczestnictwo w programach pozwalających poznać im działalność (biznes) spółki, tendencje panujące w sektorze oraz rekomendowane praktyki nadzoru korporacyjnego. Rady powinny tez upewnić się, że dyrektorzy w sposób ciągły są informowani o tych sprawach.

Warto zauważyć, że sformułowania tego dokumentu znajdują odzwierciedlenie w regulacjach nadzoru korporacyjnego w wielu krajach świata.

2.3.1.4. Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations (2002)

American Law Institute (ALI) jest organizacją pozarządową skupiającą wybitnych sędziów, prawników oraz osoby ze środowiska akademickiego, których zadaniem jest doskonalenie amerykańskiego prawa, także w zakresie nadzoru korporacyjnego. Instytut ten opracował dokument zatytułowany *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, który opublikowano w 2002 roku. Analizuje on obowiązki i odpowiedzialność dyrektorów i menedżerów wyższych szczebli korporacji, prezentując dyskusję na gruncie prawnym dotyczącą relacji pomiędzy prawem konstytucyjnym a corporate governance, z uwzględnieniem wybranych problemów prawa spółek. Wybrane zagadnienia obejmują cele, działanie i struktury korporacji, obowiązek zachowania ostrożności i uczciwego działania, rolę dyrektorów i akcjonariuszy w kontroli i przetargach oraz ewentualne środki pomocy w tych działaniach.

Treść *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* podzielona została na dwa tomy. W pierwszym z nich omówiono definicje, cele, zachowanie i strukturę korporacji, ujmując funkcje i uprawnienia dyrektorów oraz menedżerów komitetu audytu. Następnie rekomendowane są praktyki korporacyjne dotyczące rady i głównych komitetów, obowiązku ostrożności, *Business Judgment Rule* oraz obowiązku uczciwego działania. W tomie drugim omówiono zadośćuczynienie.

2.3.1.5. Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes (2002)

Rada inwestorów instytucjonalnych (Council of Institutional Investors) opublikowała w dniu 25 marca 2002 roku *Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes* (13 stron). Dokument ten prezentuje podstawową (*core*) politykę w zakresie ustalania celów i zaleceń efektywnego nadzoru w spółkach publicznych, która zdaniem rady powinna być wdrożona przez wszystkie spółki, ogólne zasady dotyczące uprawnień akcjonariuszy i odpowiedzialności rady dyrektorów, jak też innych ogólnych oświadczeń dotyczących

problemów nadzoru korporacyjnego. Rady dyrektorów korporacji powinny przestrzegać, a nawet przewyższać te standardy i stosować działania mające na celu jak najlepszą ochronę interesów akcjonariuszy. Powinny one pomóc efektywnej radzie uzyskiwać optymalne wyniki w normalnych i trudnych okresach, jak też pomagać poszczególnym dyrektorom i akcjonariuszom w rozwiązywaniu pojawiających się problemów.

Dokument ten składa się z trzech części, a mianowicie podstawowych sposobów postępowania (polityk), zasad ogólnych oraz wyjaśnień podstawowych sposobów postępowania. Wymienione zostały następujące działania podstawowe.

1. Wszyscy dyrektorzy powinni podlegać corocznemu wyborowi w tajnym głosowaniu. Reguły i praktyki dotyczące głosowania, liczenia i weryfikacji głosów akcjonariuszy powinny być opublikowane.
2. Co najmniej dwie trzecie dyrektorów korporacji powinno być niezależnych. Dyrektor uważany jest za niezależnego, jeśli jego relacje z korporacją – profesjonalne, rodzinne lub finansowe, jak też z przewodniczącym, CEO lub innym menedżerem wyższego szczebla – ograniczają się do tych wynikających ze sprawowania funkcji dyrektora.
3. Korporacja powinna ujawniać informacje konieczne akcjonariuszom do stwierdzenia niezależności dyrektorów, bez względu na to, czy jest to, czy też nie, wymagane przez prawo federalne lub stanowe. Pomocą akcjonariuszom w tych ocenach służyć powinno ujawnianie wszystkich powiązań finansowych i biznesowych oraz płatności na rzecz dyrektorów i ich rodzin, jak też wszystkich istotnych wpłat na rzecz spółek, organizacji non profit, fundacji oraz innych organizacji, w których dyrektorzy spółki są zatrudnieni.
4. Spółki powinny posiadać komitety audytu, nominacji i wynagrodzeń, a wszyscy członkowie tych komitetów powinni być niezależni. Rada (a nie CEO) powinna mianować przewodniczących i członków tych komitetów, którzy powinni mieć możliwość wyboru osób, z którymi chcą współpracować. Posiedzenia komitetów powinny odbywać się regularnie, według ustalonego schematu, przy udziale wyłącznie ich członków (i jeśli to wskazane, z udziałem niezależnych konsultantów komitetu). Procedury wyboru przewodniczących komitetów i ich członków powinny być jawne.
5. Decyzje korporacji mające istotny wpływ na wartość akcji dotyczące sprzedaży lub zastawu aktywów korporacji powinny zapadać większością głosów przypadających na akcje zwykłe. Transakcje te będą uważane za istotnie wpływające na wartość dla akcjonariuszy, jeśli w momencie sprzedaży lub zastawu przekraczają 10% skonsolidowanej wartości aktywów spółki i ich filii.

W Notach wyjaśniających do Zasad podstawowych zdefiniowano pojęcie „dyrektor niezależny” i omówiono kryteria niezależności oraz znaczenie dyrektorów niezależnych.

2.3.1.6. Principles of Corporate Governance (2002)

Stowarzyszenie Business Roundtable skupia naczelnych dyrektorów zarządzających największych amerykańskich korporacji. Jego głównym celem jest praca na rzecz zapewnienia dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz produktywności i wysokich kwalifikacji amerykańskiej siły roboczej, będących czynnikami budującymi przyszłą konkurencyjność. Stowarzyszenie wydało wiele publikacji dotyczących nadzoru korporacyjnego¹⁵, w tym Principles of Corporate Governance (2002 i 2005), które mają umożliwić korporacjom wdrożenie najbardziej efektywnych rozwiązań z tego zakresu.

Większość dobrych praktyk zaprezentowanych w Principles of Corporate Governance z 2002 roku znalazła odzwierciedlenie w Sarbanes-Oxley Act oraz wymogach stawianych przez giełdy amerykańskie spółkom dopuszczonym do publicznego obrotu. W związku z tym, że zawartość SOX zostanie omówiona w dalszej części tego rozdziału, Biała Księga Roundtable nie będzie prezentowana.

Z kolei w opracowaniu Principles of Corporate Governance 2005 poruszone zostały kwestie odnoszące się do czterech zasadniczych obszarów [Business Roundtable 2005]:

- kluczowych grup skupionych wokół korporacji, roli zarządu i rady dyrektorów,
- zasad funkcjonowania rady dyrektorów,
- relacji z inwestorami, pracownikami, społecznościami lokalnymi i rządem.

2.3.1.7. Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002

Kolejny dokument dotyczący nadzoru korporacyjnego opublikowany w Stanach Zjednoczonych to Corporate Governance Rule Proposals z 2002 roku. Zawierał on propozycje regulacji corporate governance i standardów notowania dla spółek, odzwierciedlające finalne rekomendacje NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee, opracowane po zakończeniu publicznych konsultacji trwających od 2 czerwca tegoż roku. Zostały one zaaprobowane przez radę dyrektorów NYSE w dniu 1 sierpnia 2002 roku, a dwa tygodnie później, po kolejnej publicznej nad nimi debacie, przekazane Securities and Exchange Commission celem zatwierdzenia. W konsekwencji tych działań ustawa o reformie rachunkowości spółek giełdowych i ochronie inwestorów (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act

¹⁵ Na przykład The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation (1978), Statement on Corporate Responsibility (1981), Corporate Governance and American Competitiveness (1990), Executive Compensation/Share Ownership (1992), Statement on Corporate Governance (1997); Executive Compensation: Principles and Commentary (2003), The Nominating Process and Corporate Governance Committees: Principles and Commentary (2004) oraz Guidelines for Shareholders-Director Communications (2005).

of 2002) została opublikowana jako Sarbanes-Oxley Act 2002, Sarbox lub SOX [The Sarbanes 2002].

Intencją NYSE było, aby dokument ten, zwiększający odpowiedzialność, rzetelność (uczciwość) i przejrzystość emitenta, służył odzyskaniu zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, a w szczególności wzmocnieniu kontroli nad rachunkowością spółek. Jego publikacja stanowiła część programu działań podejmowanych przez rząd, SEC i regulatorów obrotu papierami wartościowymi dla wzmocnienia reguł corporate governance. Stanowił on reakcję na głośne skandale korporacyjne, które wstrząsnęły Stanami Zjednoczonymi na początku XXI wieku. Dokument ten stał się prawem federalnym, ustanawiając jedne z najsurowszych na świecie standardów nadzoru korporacyjnego. Większość formułowanych przez SOX wymogów dotyczy spółek publicznych, jednakże ma on również istotny wpływ na spółki prywatne i organizacje non profit [Larcker, Tayan 2011].

Sarbanes-Oxley Act poszerzył lub wprowadził nowe standardy dla rad dyrektorów amerykańskich spółek publicznych, dyrektorów zarządzających oraz publicznych firm rachunkowych. Zapisy SOX zobowiązują spółki do przestrzegania jego postanowień, a więc nie uwzględniają zasady *comply or explain*. Zaostrzył on obowiązujące prawo, w szczególności w zakresie raportowania, wzmocnienia nadzoru korporacyjnego oraz reguł dotyczących pełnomocnictwa i prokury. Oponenci tego dokumentu uważają, że pomniejszył on konkurencyjność Stanów Zjednoczonych na arenie międzynarodowych usług finansowych, wprowadzając nadmiernie złożone i restrykcyjne obostrzenia.

Najważniejsze zapisy Sarbanes-Oxley Act to [The Sarbanes 2002]:

- powołanie Komisji Nadzoru Rachunkowości Spółek Giełdowych (Public Company Accounting Oversight Board), której głównymi zadaniami jest wyznaczanie standardów audytu obowiązujących spółki giełdowe oraz nadzór nad firmami audytorskimi;
- zwiększenie niezależności audytorów poprzez ograniczenie możliwości jednoczesnego świadczenia usług audytorskich oraz innego rodzaju usług dla tej samej spółki przez podmioty uprawnione do badania sprawozdań finansowych oraz wprowadzenie ich obowiązkowej rotacji co pięć lat;
- członkowie komitetu audytu powinni spełniać kryteria niezależności, tj. nie mogą pobierać wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla spółki i nie mogą mieć powiązań ze spółką lub jednostkami od niej zależnymi, innych niż związane z wykonywaniem funkcji w Komitecie Audytu;
- wprowadzenie odpowiedzialności dyrektorów zarządzających za informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym – w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości zobowiązani są do zwrotu premii oraz korzyści uzyskanych z obrotu akcjami spółki;
- zwiększenie zakresu ujawnianych informacji i kontroli wewnętrznej. Spółki muszą ujawniać: relacje z podmiotami, których sprawozdania finansowe nie są konsolidowane z jej sprawozdaniem, działania zarządu

w zakresie kontroli wewnętrznej oraz informacje o ekspertach doradczających komitetowi audytu w zakresie finansów. Spółka nie może udzielać pożyczek osobom zasiadającym w jej organach. Dla menadżerów wysokiego szczebla odpowiadających za finanse spółka powinna opracować kodeks etyczny, zwiększyć zakres odpowiedzialności i kar za przestępstwa finansowe oraz zbudować systemy umożliwiające zgłaszanie nadużyć (tzw. *whistle blowers*).

Największe koszty związane z wprowadzeniem Sarbanes-Oxley Act dla amerykańskich korporacji generuje obowiązek poddania audytowi systemu kontroli wewnętrznej funkcjonującego w przedsiębiorstwie. Przeciętne koszty poniesione przez spółki z tego tytułu w pierwszym roku obowiązywania tego zapisu prezentuje tabela 4.

Tabela 4. Przeciętne wydatki poniesione na zbadanie w przedsiębiorstwie systemu kontroli wewnętrznej

	Obroty spółek w mld USD			
	poniżej 5	5–10	10–50	powyżej 50
Liczba dodatkowych godzin pracy audytora	6285	20 756	11 540	19 000
Dodatkowe koszty w mln USD	1,9	6,1	20,6	1230,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych [Business Roundtable 2007].

Ostatnie perturbacje na amerykańskim rynku finansowym pokazują, że mimo rygorystyki Sarbanes-Oxley Act i innych działań sanacyjnych podejmowanych na rynku amerykańskim w efekcie głośnych skandali finansowych z początku XXI wieku, nie udało się wyeliminować słabości nadzoru korporacyjnego. Globalny kryzys finansowy spowodował pomniejszenie zaufania do corporate governance i amerykańskie korporacje zmuszone są podjąć działania mające na celu jego odzyskanie.

2.3.1.8. Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance (2003)

The Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise zajęła się przyczynami, które doprowadziły do skandali korporacyjnych, które rozstrawiły Enron i Worldcom w latach 2001–2002, doprowadzając do znacznego obniżenia zaufania publicznego i inwestorów do spółek, ich liderów i amerykańskiego rynku kapitałowego. Komisja licząca dwunastu członków, której przewodniczył Peter G. Peterson, opublikowała raport Findings and Recommendations, część pierwszą zatytułowaną „Kompensata zarządzających” w dniu 17 września 2002 roku, natomiast część drugą „Corporate governance” i część trzecią „Audyt i rachunkowość” (46 stron) w dniu 9 stycznia 2003 roku. Komisja Petersona wypracowała szereg zasad i sugestii dobrych praktyk w tych trzech głównych obszarach.

Dokument rozpoczyna „Przegląd”, w którym pokazano dane liczbowe charakteryzujące spadek zaufania do kierownictwa spółek, uczciwości jego intencji i działania. Następnie przeanalizowane zostały przyczyny tej sytuacji.

Kolejna część dokumentu poświęcona została wynagradzaniu zarządzających (*Executive Compensation*). Rozpoczyna ją omówienie perturbacji i przyczyn ich występowania w tym obszarze. Rozważania kończy prezentacja jedenastu kluczowych rekomendacji.

Zgodnie z nimi komitet wynagrodzeń powinien w sposób niezależny (obiektywny) określić odpowiedni poziom i rodzaje wynagrodzenia menedżerów, zasięgając opinii zewnętrznych konsultantów. Wynagrodzenie oparte na wynikach działania (celach) stanowić powinno skuteczne narzędzie poprawy działalności biznesowej spółki, wspierające realizację ustalonych przez radę długookresowych, strategicznych celów korporacji. Polityka wynagradzania powinna zachęcać menedżerów zarządzających i dyrektorów do pozyskiwania znaczących, długoterminowych finansowych udziałów w korporacji przy zastosowaniu zasady „uzyskaj i zatrzymaj”.

Spółki powinny w klarowny sposób publikować informacje o wielkości, kosztach i efektach opcji na akcje zarówno w postaci wskaźnika zysk na jedną akcję przed rozwodnieniem oraz przyszłej wartości dla akcjonariuszy, którą plany kompensaty kapitałami własnymi przysporzą zarządzającym i pracownikom.

Część druga omawianego dokumentu dotyczy corporate governance (dwanaście rekomendacji). Stwierdzono w niej, że przyczyną problemów z nadzorem korporacyjnym jest głównie silna pozycja CEO, którego wpływy dominują radę, często uniemożliwiając jej pełnienie funkcji centrum nadzoru, warunkującej dobry nadzór korporacyjny. Każda rada dyrektorów powinna umożliwić niezależnym dyrektorom pozyskiwanie informacji, dyskusowanie i analizowanie ważnych problemów, które powinni wykorzystać w działaniu. Dyrektorzy powinni cechować się silnym charakterem, niezależnością, uczciwością oraz umiejętnością wyrażania swojego punktu widzenia. W każdej radzie zdecydowaną większość powinni stanowić dyrektorzy niezależni (NYSE wymaga tylko większości), których kwalifikacje powinny być dostosowane do indywidualnych potrzeb rady.

Każda rada powinna utworzyć komitet nominacji/nadzoru składający się z dyrektorów niezależnych, opracować trójstopniowy mechanizm oceny dyrektorów i odpowiadać za nadzorowanie etyki korporacji.

Spółki powinny formułować i komunikować strategię pozyskiwania inwestorów, mających długookresowe strategie inwestowania. Akcjonariusze, szczególnie długookresowi, powinni działać jak właściciele korporacji.

Rady dyrektorów powinny opracować i rozważyć procedury nominacji właścicieli akcji na dyrektorów, jak też uwzględniania ich propozycji odnoszących się do ważnych problemów biznesowych.

Kolejna, trzecia część dokumentu poświęcona jest audytowi i rachunkowości. Proces audytu jest nierozdzielnie związany z zaufaniem warunkującym efektywne działanie. Każda spółka publiczna musi corocznie być ba-

dana przez niezależnych biegłych rewidentów, co jest również wymogiem SOX. W odniesieniu do tej problematyki sformułowano jedenaście rekomendacji, do najważniejszych można zaliczyć następujące.

Komitet audytu powinien aktywnie działać na rzecz uzyskania zgodności z licznymi nowymi wymogami wprowadzanymi przez Sarbanes-Oxley Act oraz standardami notowania na NYSE. Powinien, o ile to konieczne, posiadać profesjonalnych doradców, jak też dążyć do rezygnacji z usług firmy audytorskiej, która wzbudza wątpliwości co do niezależności wobec menedżerów rewidowanej spółki. Wszystkie spółki powinny dokonywać audytu wewnętrznego. Firmy audytorskie powinny ograniczyć usługi świadczone klientom, tylko do audytu oraz usług ściśle z nim związanych.

Kolejna część omawianego dokumentu poświęcona jest zasadom rachunkowości, których sformułowano pięć. Podjęto próbę poprawy procesów i zasad rachunkowości, które wykorzystywane są w raportowaniu wyników działania inwestorom, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w skali międzynarodowej.

2.3.1.9. Restoring Trust – The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc. (2003)

Noszący długi tytuł dokument Restoring Trust – Report to the Hon. Jed S. Rakoff The United States District Court For the Southern District of New York On Corporate Governance For The Future of MCI, Inc. przygotowany przez Richarda C. Breedena w sierpniu 2003 roku, liczy 120 stron i składa się z wprowadzenia i 10 części¹⁶ zawierających 78 rekomendacji. Stanowi on zalecenia działań sanacyjnych dla spółki MCI (WorldCom), która została zobligowana do wdrożenia wszystkich tych rekomendacji po wykryciu ogromnych malwersacji finansowych.

Badania WorldCom koncentrowały się na sposobach popełnienia przez jej pracowników, jak dotąd, największego oszustwa księgowego w historii, ale też pokazały słabości praktyk nadzoru. CEO spółki, Bernard J. Ebbers, skupiał prawie imperialną władzę nad jej sprawami. Podobnie jak w innych spółkach amerykańskich praktyki kompensaty stosowane w WorldCom pozwalały na hojne, wręcz nieracjonalne wynagradzanie menedżerów najwyższego szczebla. Symbolem tego jest przewyższająca 400 mln USD pożyczka udzielona

¹⁶ Część I: Rada dyrektorów (13 rekomendacji)
Część II: Przywództwo rady i przewodniczący rady (7 rekomendacji)
Część III: Wynagradzanie rady (5 rekomendacji)
Część IV: Wynagradzanie zarządzających (9 rekomendacji)
Część V: Komitet audytu (15 rekomendacji)
Część VI: Komitet nadzoru (6 rekomendacji)
Część VII: Komitet kompensacji (9 rekomendacji)
Część VIII: Komitet zarządzania ryzykiem (5 rekomendacji)
Część IX: Ogólne problemy korporacji (5 rekomendacji)
Część X. Prawne i etyczne programy (5 rekomendacji).

Ebbersowi przez zaprzyjaźnionych dyrektorów. Ta bezzwrotna pożyczka obrazuje sposób działania rady reprezentującej akcjonariuszy, która w rzeczywistości większość czasu poświęcała wymyślaniu sposobów wzbogacania CEO. Również inne praktyki wynagradzania naruszały interesy akcjonariuszy. Menedżerom najwyższego szczebla (Ebbers, Sullivan, Beaumont i inni) przyznano pakiety opcji na akcje o wartości setek milionów dolarów. W 2000 roku rada dyrektorów pozwoliła, aby Ebbers wypłacił 238 mln USD faworyzowanym zarządzającym i pracownikom bez zachowywania jakichkolwiek standardów i nadzoru. Rada, odwołując go ze stanowiska (i jego żonę), przyznała mu (wówczas jeszcze nie wiedziała o popełnionych oszustwach, jedynie o bardzo wysokim zadłużeniu spółki), na podstawie *ad hoc* opracowanego programu, gigantyczną odprawę wynoszącą ponad 50 mln USD rocznie do końca życia. Pakiet ten dawał temu małżeństwu również subsydia odsetkowe od pożyczek udzielonych przez akcjonariuszy, które wyszacowano na 30–40 mln USD rocznie.

Jak wspomniano wcześniej, Restoring Trust zawiera 78 rekomendacji, które dotyczą wyboru dyrektorów, kwalifikacji, konfliktów i standardów niezależności członków rady, funkcjonowania rady i jej komitetów, ustanowienia stanowiska przewodniczącego niebędącego zarządzającym, limitów praktyk wynagradzania, programów wynagradzania kapitałami własnymi, a także problemów rachunkowości i publikacji oraz programów przestrzegania etyki i prawa. Poszczególne rekomendacje ujmują kilka następujących szerokich tematów:

1. Opracowanie statutu nadzoru (*Governance Constitution*) spółki.
2. Szersza komunikacja z akcjonariuszami.
3. Wybór dyrektorów przez akcjonariuszy.
4. Aktywna, dobrze poinformowana i niezależna rada barierą dla relacji koleżeńskich.
5. Ograniczenia dla członków rady¹⁷.
6. Niezarządzający przewodniczący rady dyrektorów.
7. Aktywne komitety rady (audytu, nadzoru, wynagradzania i zarządzania ryzykiem) składające się wyłącznie z dyrektorów niezależnych.
8. Limity kadencji i rotacja audytorów (10 lat).
9. Limity wynagrodzeń¹⁸.
10. Programy wynagradzania kapitałami własnymi.

¹⁷ CEO spółki nie wolno zasiadać w radach innych korporacji, a dyrektorom niezależnym wolno być członkami tylko trzech rad, wliczając w to radę danej spółki. Członkowie rady nie będą mogli otrzymywać nagród w postaci kapitałów własnych, jednakże będą otrzymywać znaczące wynagrodzenie gotówkowe za członkostwo w radzie. Zobligowani też będą do przeznaczenia nie mniej niż 25% otrzymanego wynagrodzenia na zakup akcji spółki, które będą zmuszeni trzymać aż do momentu opuszczenia rady.

¹⁸ Rada będzie zobligowana do ustalenia maksymalnego poziomu wynagrodzenia, które będzie mogła przyznać każdemu dyrektorowi w danym roku bez akceptacji akcjonariuszy. Wycofano większość grantów służących retencji dyrektorów, określono limity kwotowe na odprawy oraz zakazano kontraktów rolowanych (*evergreen*).

11. Zwiększona przejrzystość publikacji, doskonała kontrola wewnętrzna i audyt wewnętrzny.

12. Zgodność z prawem, zwiększenie działu prawnego oraz programy etyki.

Przedstawione streszczenie ujmuje główne tytuły obszarów reform proponowanych w dokumencie Restoring Trust. Wiele z tych standardów przestrzegać mogą inne spółki, nie tylko MCI. W nadzorze korporacyjnym liczy się całość systemu, a nie jego poszczególne elementy. Oczekuje się, że po wdrożeniu nakazanych przez sąd rekomendacji system nadzoru korporacyjnego MCI stanie się zbiorem działań i procedur, które przewyższać będą jakością systemy wielu innych spółek publicznych. W rezultacie uzyska się silniejszą, lepszą i bardziej niezależną radę dyrektorów, ograniczenia dotyczące kontrowersyjnych praktyk wynagradzania i znacznie większy nacisk kładziony będzie na przejrzystość i integralność operacji wewnętrznych spółki. W przyszłości akcjonariusze będą mieli większe uprawnienia w zakresie głosowania nad ograniczaniem zachowań menedżerów.

W poszukiwaniu doskonałości w nadzorze najważniejsze jest ustanowienie i zachowanie równowagi pomiędzy usankcjonowanymi interesami zarządzających, rady, akcjonariuszy i innych interesariuszy, w tym pracowników. Ta równowaga powinna zachęcać do tworzenia silnej, wysokiej jakości rady i wyjątkowej grupy zarządzających.

Większa przejrzystość i lepsza publikacja informacji pozwolą inwestorom na własną ocenę wykonywania obowiązków oraz uzyskiwanych wyników przez zarządzających i radę.

Restoring Trust zamiast większej liczby regulacji chroniących akcjonariuszy przyznaje więcej uprawnień akcjonariuszom, aby sami mogli siebie chronić. W świetle historii WorldCom należy stwierdzić, że rekomendacje ograniczają możliwości dokonywania zmian reguł nadzoru przez menedżerów i rady dyrektorów, którzy jednakże muszą zachować swobodę i elastyczność rozwiązywania problemów w działalności biznesowej i reagowania na pojawiające się wyzwania. Rekomendacje te powinny służyć sanacji i doskonaleniu corporate governance w MCI, ale również stać się mogą wzorem doskonałości dla innych spółek. Dokument zamyka stwierdzenie, że cały kraj jest zainteresowany poszukiwaniem sposobów doskonalenia obecnego dobrego systemu, tak by uczynić go jeszcze lepszym w przyszłości.

2.3.1.10. Final NYSE Corporate Governance Rules (2003)

W dniu 3 listopada 2003 roku SEC zaaprobowała finalne korekty wymogów corporate governance stawianych przez New York Stock Exchange (NYSE) spółkom na niej notowanym (zostały one ponownie znowelizowane w listopadzie 2004 roku). Najistotniejsze zmiany w stosunku do wersji poprzedniej tego dokumentu dotyczą skrócenia okresu transformacji, określenia niezależności dyrektora w świetle reguł notowania oraz wymogów stawianych komitetem audytu.

Spółki giełdowe muszą dostosować się do nowych standardów, ujętych w NYSE Listed Company Manual (sekcja 303A) do czasu pierwszego posiedzenia walnego zgromadzenia odbywanego po 15 stycznia 2004 roku, ale nie później niż do 31 października 2004 roku.

Spółka zobligowana jest do ujawnienia wszystkich istotnych różnic dotyczących praktyk nadzoru korporacyjnego w relacji do wymogów notowania formułowanych przez NYSE. CEO spółki musi powiadomić giełdę o każdym braku kompatybilności z tymi regułami. Ponadto spółka musi przesłać roczne i międzyokresowe pisemne oświadczenia o istnieniu zgodności w tym zakresie. Reguły NYSE wymagają między innymi, aby:

- w radach emitentów większość stanowili dyrektorzy niezależni, którzy spełnialiby surowsze kryteria kwalifikowania;
- dyrektorzy niezarządzający zobligowani byli do odbywania odrębnych, regularnych posiedzeń;
- emitenci tworzyli komitety: nominacji/nadzoru korporacyjnego oraz wynagrodzeń, składające się tylko z dyrektorów niezależnych, oraz opracowali statut określający ich minimalne obowiązki i odpowiedzialność;
- członkowie komitetu audytu, których musi być trzech, posiadali wiedzę z zakresu finansów, a co najmniej jeden z nich był ekspertem z tej dziedziny, oraz spełniali ostrzejsze kryteria niezależności. Komitety audytu powinny przejmować większe uprawnienia i odpowiedzialność, które muszą być udokumentowane w statucie;
- spółka posiadała audyt wewnętrzny;
- emitenci przyjmowali i publikowali zalecenia corporate governance oraz kodeks prowadzenia biznesu i etyki;
- CEO każdej spółki notowanej poświadczal zgodność praktyk nadzoru korporacyjnego z wymogami notowania NYSE i przysyłał giełdzie pisemne zawiadomienia o każdej istotnej niezgodności z tymi standardami.

Dodatkowo w dniu 30 czerwca 2003 roku SEC zaakceptowała regulację wymagającą aprobowania przez akcjonariuszy planów wynagradzania kapitałami własnymi.

Reguły NYSE w całości odnoszą się do wszystkich spółek, których akcje są na niej notowane, uwzględniając różne wymogi dla różnych rodzajów przedsiębiorstw.

2.3.1.11. TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance (2007)

Kolejnym dokumentem amerykańskim znajdującym się na liście kodeksów ECGN jest TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance [TIAA-CREF Policy 2007], opublikowany w dniu 13 marca 2007 roku przez największy prywatny amerykański fundusz emerytalny mający aktywa przewyższające wartość 450 mld USD (stan na 31 grudnia 2006).

We wprowadzeniu do tego dokumentu podaje się, że misją Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund (TIAA-

-CREF) jest „rozwijać sprawy edukacji i promować dobrobyt środowiska nauczycieli profesjonalistów oraz inne cele o charakterze charytatywnym, pomagać w zabezpieczeniu przyszłości finansowej członków, którzy z zaufaniem powierzyli mu swoje oszczędności emerytalne”. TIAA-CREF niezmiennie koncentruje się na długookresowej odpowiedzialności rady, preferując konstruktywne, a nie konfrontacyjne zaangażowanie. Reasumując, rewizja ta uaktualnia politykę funduszu dotyczącą nadzoru, działań społecznych i środowiskowych, odzwierciedlającą rozwój każdego z tych obszarów oraz własne oddanie odpowiedzialnemu inwestowaniu i korporacji.

Rady powierników i menedżerów TIAA-CREF opracowały strategię inwestycyjne mające na celu realizację misji poprzez różne klasy aktywów i parametry ryzyko/zwrot, w tym inwestycje w papiery wartościowe spółek krajowych, międzynarodowych i rynków wschodzących.

Fundusz TIAA-CREF jest inwestorem długoterminowym, wierzącym, że solidne praktyki nadzoru i odpowiedzialne zachowanie spółek przyczynią się do poprawy wyników działania spółek publicznych w długim okresie. Misja i wymogi wynikające z powiernictwa nakładają obowiązek monitorowania i angażowania się w spółki portfelowe oraz promowania lepszego corporate governance i społecznej odpowiedzialności. Uznawany jest za jednego z najbardziej wpływowych inwestorów na świecie (inwestuje w ponad pięćdziesięciu krajach), mającym długą historię w zakresie działania ukierunkowanego na poprawę standardów corporate governance w kraju i na świecie. Mają one na celu ochronę inwestycji funduszu, redukcję ryzyka i wzrost wartości dla akcjonariuszy. Wysiłki nadzorcze skupiają się na tych rynkach zagranicznych, gdzie fundusz posiada lub oczekuje, że będzie posiadał w przyszłości istotne kapitały narażone na ryzyko.

Opisywany fundusz był jednym z pierwszych inwestorów instytucjonalnych współpracujących ze spółkami w zakresie problemów corporate governance. W latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych nadzór skupiał się na ochronie interesów akcjonariuszy w kontekście przejęć i kontroli. TIAA-CREF przeciwdziałał zapisom dotyczącym zakazu przejęć oraz wykorzystywaniu przez zarządzających takich mechanizmów, jak „trujące pigułki”. W latach dziewięćdziesiątych i po pęknięciu bańki spekulacyjnej nadzór skupiał się na niezależności dyrektorów, zróżnicowaniu rady, strukturze komitetowej rady, uprawnieniach akcjonariuszy, rachunkowości dla opcji oraz publikowaniu wynagrodzeń zarządzających.

Fundusz angażuje się również w ruch na rzecz głosowania większościowego przy wyborze dyrektorów. Standardy i dobre praktyki corporate governance uznawane są obecnie za podstawowe środki ochrony uprawnień akcjonariuszy, zapewnienia odpowiedzialności zarządzających i rady oraz promowania maksymalizacji wyników działania. TIAA-CREF już od ponad trzydziestu lat zajmuje się problemami społecznej odpowiedzialności. Od tego czasu odpowiedzialnie inwestuje, pozyskując dobrą pozycję społeczną. W latach dziewięćdziesiątych opracowano CREF Social Choice Account, tworząc narzędzie inwestycyjne uwzględniające problemy społeczne.

Fundusz TIAA-CREF, przestrzegając misji i obowiązków powiernictwa, kontynuuje politykę współpracy ze spółkami w zakresie nadzoru, środowiska, problemów społecznych i wyników działania. Fundusz uważa, że spółki i rady powinny: 1) zwracać wnikliwą uwagę na praktyki nadzoru, problemy środowiska i społeczne, 2) analizować strategiczne oddziaływanie tych problemów na działalność biznesową, 3) w pełni ujawniać akcjonariuszom te działania i decyzje. Oczekuje też konstruktywnego zaangażowania i współpracy ze strony menedżerów, rad i akcjonariuszy. Uważa, że standardy corporate governance muszą bilansować dwa cele – chronić interesy akcjonariuszy i jednocześnie respektować obowiązki rad i menedżerów do ukierunkowywania i zarządzania sprawami korporacji. Polityka corporate governance ustalona w Policy Statement ma na celu zapewnienie odpowiedzialności rady i menedżerów, zachowanie kultury integralności, przyczynianie się do umocnienia i kontynuowania przywództwa korporacji oraz promowania długoterminowego wzrostu i zyskowności przedsiębiorstwa. Działania te zaplanowane są tak, aby strzec praw funduszu jako akcjonariusza i zapewniać aktywną i czujną linię obrony przeciwko oszustwom, łamaniu integralności i autorytetu.

W piątym wydaniu Policy Statement on Corporate Governance TIAA-CREF informuje klientów, spółki portfelowe i opinię publiczną o polityce dotyczącej corporate governance i społecznej odpowiedzialności. Rewizja ta odzwierciedla rozwój nadzoru korporacyjnego, polityki społecznej i środowiskowej, technologii, struktury rynku, globalizacji inwestowania, w tym w krajach rozwijających się oraz głosowania przez przedstawicieli. Najważniejsze z nich można streścić następująco [TIAA-CREF Issues 2007].

1. Nowa polityka TIAA-CREF wspiera nowelizację statutu w zakresie stosowania głosowania większościowego w wyborach dyrektorów.
2. Rewizja polityki dotyczącej wynagradzania zarządzających, odzwierciedlająca poparcie TIAA-CREF dla nowych, federalnych reguł ujawniania oraz publikowania przez spółki „dyskusji dotyczącej wynagrodzeń i ich analizy”.
3. TIAA-CREF generalnie wspiera nową politykę odnoszącą się do takich problemów nadzoru, jak przewodzący dyrektor oraz nowa polityka głosowania¹⁹.
4. Nowe oświadczenie odnośnie do polityki nadzorowania decyzji powierników TIAA-CREF dotyczącej powstrzymania się lub głosowania przeciw dyrektorom spółek portfelowych.
5. Przeformułowanie polityki łączącej społeczne i środowiskowe problemy bezpośrednio ze strategiczną i nadzorczą odpowiedzialnością dyrektorów i menedżerów zarządzających korporacją.
6. Polityka TIAA-CREF odnośnie do pożyczania akcji i głosowania przez przedstawicieli.

¹⁹ Dotycząca takich zagadnień, jak: dyrektorzy przewodzący, dyskrecjonalne głosowanie brokerów, doradcze głosowanie akcjonariuszy odnośnie do ujawniania wynagrodzeń i dostępu akcjonariuszy do przedstawicieli (prokurentów).

7. Szczegółowy opis polityki i praktyk TIAA-CREF w zakresie zaangażowania, w tym polityki dezinvestycyjnej.
8. Rozszerzony program TIAA-CREF dotyczący międzynarodowego nadzoru korporacyjnego.

2.3.2. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych po wystąpieniu kryzysu finansowego

2.3.2.1. Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies (2008)

W dniu 16 października 2008 roku National Association of Corporate Directors (NACD) opublikowało Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies [Key Agreed 2008]. Ich zadaniem było wzmocnienie nadzoru korporacyjnego przez sformułowanie kluczowych zasad, które zdaniem tej organizacji poprzez większość spółek, rad i akcjonariuszy. Pokazują one najważniejsze problemy corporate governance, wykraczające poza wysoce perspektywne i rygorystyczne rekomendacje dobrych praktyk dla spółek publicznych.

Key Agreed Principles odzwierciedlają wybrane, najbardziej artykułowane, podstawowe i bazujące na zasadach aspekty nadzoru, w stosunku do których istnieje szeroki konsensus. Służą one pomocą w poprawie jakości dyskusji dotyczącej zagadnień nadzoru, w stosunku do których jeszcze nie uzyskano porozumienia. Dokument ten zakłada, że spółki przestrzegać będą zapisów dotyczących nadzoru korporacyjnego zawartych w Sarbanes-Oxley Act z 2002 roku, regulacji Securities & Exchange Commission (SEC) i standardów notowania (również innych odpowiednich praw, regulacji i statutów spółek).

NACD uważa, że rady dyrektorów poszukujące sposobów poprawy wyników swojego działania i nadzoru nad spółką potrzebują nowych, opartych na zasadach, ram konceptualnych podejmowania decyzji nadzorczych.

Kryzys finansowy wykazał słabości nadzoru korporacyjnego i spowodował, że NACD w 2008 roku zwrócił się do dyrektorów, społeczności biznesowej i grup inwestorów z propozycją stworzenia nowych ram wzmacniających nadzór. NACD, Business Roundtable i Council of Institutional Investors współpracowały w celu wyboru i przedstawienia podstawowych zasad, w zakresie których uzyskano konsensus. NACD opublikował rezultaty tej współpracy w postaci Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies zawierających dziesięć następujących zasad.

Zasada I podkreśla, że każda rada musi opracować własną strukturę i praktyki nadzorcze. Zasada II głosi, że ważne jest klarowne wytłumaczenie, jak te struktury i praktyki dostosowano do potrzeb danej rady. Zasady III–X opisują kluczowe zagadnienia, które należy rozważyć przy opracowywaniu i wyjaśnianiu struktur i praktyk rady, w tym kompetencje i zaangażowanie, odpowiedzialność i obiektywność, niezależne przywództwo rady, uczciwość, etyka

i odpowiedzialność, informacje, agenda i strategia, ochrona przed nienależnym uprzywilejowaniem, udział akcjonariuszy w wyborze dyrektorów oraz komunikacja akcjonariuszy.

Zasady te uwzględniają następujące istotne zagadnienia:

1. Skumulowanie wysiłków wielu organizacji i osób zmierzających do znalezienia uznanego zbioru idei służących poprawie funkcjonowania rad amerykańskich spółek.
2. Dostarczenie radom planu działania w kwestii poprawy jakości dyskusji dotyczących nadzoru korporacyjnego.
3. Nie ma rozwiązań, które byłyby odpowiednie dla wszystkich spółek (*a one-size-fits-all*). Należy je uzgadniać na podstawie ram konceptualnych, zapewniając radom elastyczność podejmowania decyzji w obrębie tych zapisów (ram).
4. Rady mogą stosować je z zaufaniem, ponieważ reprezentują one obszary, które rady, akcjonariusze i organizacje zarządzające już uzgodniły.

Te zasady NACD uważa za pierwszy krok we wzmacnianiu corporate governance i zachęca wszystkie rady do ich stosowania jako ram rewizji praktyk nadzoru. Będzie też kontynuował wysiłki na poziomie kraju dla określenia i propagowania praktyk wzmacniających przywództwo rady. Rady uczestniczące w prowadzonej przez NACD kampanii *Leading the Way* odnoszą bezpośrednie korzyści w postaci poprawy jakości dialogu dotyczącego najważniejszych problemów oraz udowodnienia, że odgrywają one wiodącą rolę w doskonaleniu nadzoru korporacyjnego.

2.3.2.2. Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance (2010)

Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance, opublikowany w dniu 23 września 2010 roku, to kolejny amerykański dokument nadzoru korporacyjnego z listy ECGI.

Komisja była sponsorowana przez NYSE, a w jej skład wchodził reprezentanci inwestorów, emitentów, brokerów, ekspertów nadzoru i przedstawicielstwa. Komisja ta powstała jesienią 2009 roku w celu przeanalizowania podstawowych zasad nadzoru, które byłyby szeroko propagowane przez emitentów, inwestorów, dyrektorów i innych uczestników rynku kapitałowego. Prace nad dokumentem trwały prawie rok. Przeanalizowano wszystkie istotne wydarzenia związane ze zmianami corporate governance, które nastąpiły w dekadzie poprzedzającej jego wydanie. Spis treści tego raportu przedstawia się następująco:

- I. Przegląd i streszczenie wniosków
- II. Komisja i jej praca.
- III. Streszczenie ważnych zdarzeń corporate governance od 2000 roku
 - A. Turbulentne rynki finansowe
 - B. Dramatyczne zmiany we własności akcji spółek publicznych

- C. Zwiększenie regulacji corporate governance i publikacji
- D. Ewolucja zasad corporate governance
- IV Zasady corporate governance
 - A. Rada dyrektorów
 - B. Menedżerowie
 - C. Akcjonariusze
- V. Wnioski
- Załączniki A–C

Komisja sformułowała przedstawione poniżej zalecenia.

1. Podstawowym celem rady jest uzyskanie długoterminowego, trwałego wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Polityka korporacji zachęcająca do podejmowania nadmiernego ryzyka dla uzyskania krótkoterminowego wzrostu cen akcji nie jest zgodna z solidnym nadzorem korporacyjnym.
2. Menedżerowie korporacji odgrywają krytyczną rolę w nadzorze korporacyjnym, gdyż ponoszą główną odpowiedzialność za kreowanie otoczenia, w którym rozwija się kultura uczciwych wyników.
3. Niezależność jest ważnym atrybutem dla członków rady. Standardy NYSE's Listing nie ograniczają rady do posiadania tylko jednego dyrektora zależnego. Rady powinny poszukiwać równowagi pomiędzy dyrektorami zależnymi i niezależnymi dla zapewnienia właściwej struktury wiedzy eksperckiej, różnorodności i wiedzy.
4. Legislacja i regulacje problemów agencyjnych są ważne dla tworzenia podstawowych zasad corporate governance. Komisja wierzy, że nadmierne poleganie na regulacjach może nie leżeć w najlepszym interesie akcjonariuszy, spółek lub społeczeństwa. Dlatego też komisja preferuje, jeśli to tylko możliwe, stosowanie rozwiązań corporate governance bazujących na rynku kapitałowym.

Raport New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance przedstawia dziesięć podstawowych zasad kierujących emitentów, inwestorów i innych uczestników rynku, a także przegląd najważniejszych zmian w zakresie corporate governance w ostatniej dekadzie, dostarczając ram dla przyszłych dyskusji.

Podstawowe zasady nadzoru korporacyjnego przedstawione przez sponsorowaną przez NYSE Commission on Governance to:

1. Zasadniczym celem rady powinno być stworzenie długoterminowego, trwałego wzrostu wartości dla akcjonariuszy korporacji.
2. Sukcesy w nadzorze korporacyjnym zależą od sukcesów zarządzania spółką, a podstawowym obowiązkiem menedżerów jest kreowanie kultury uzyskiwania wyników działania w sposób uczciwy i etyczny.
3. Dobry corporate governance powinien być zintegrowany ze strategią biznesową spółki i nie powinien być postrzegany jedynie jako obowiązek uzyskania zgodności.
4. Akcjonariusze są odpowiedzialni, a także mają w tym długoterminowy interes, aby głosować w oparciu o posiadane akcje, w uzasadniony

- i odpowiedzialny sposób, powinni też angażować się w przemyślany (dbając o interesy innych) dialog ze spółkami.
5. Legislacja i regulacje agencyjne są ważne dla tworzenia podstawowych zasad corporate governance, ale problemy nadzoru korporacyjnego generalnie są najlepiej rozwiązywane przez współpracę i reformy bazujące na rynku.
 6. Krytycznym składnikiem dobrego governance jest transparentność, dobrze nadzorowane spółki powinny zapewniać, że mają właściwą politykę i praktyki publikowania. Inwestorzy powinni utrzymywać odpowiedni stopień transparentności informacji, w tym dotyczących derywatywów i rodzajów własności akcji w wymaganym czasie.
 7. Komisja wspiera wymogi notowania NYSE, generalnie optując za większością dyrektorów niezależnych, ale uważa, że spółki mogą mieć dodatkowych dyrektorów zależnych w celu zapewnienia właściwego zakresu i struktury doświadczenia, różnorodności i wiedzy w radzie.
 8. Komisja uznaje wpływ, jaki firmy doradcze w zakresie przedstawicielstwa (*proxy advisory firms*) wywierają na rynki, i uważa za ważne, aby takie firmy utrzymywały odpowiednie standardy przejrzystości i odpowiedzialności.
 9. SEC i giełdy powinny pracować nad zmniejszeniem trudności związanych z głosowaniem przez przedstawicieli, zachęcając do większego udziału indywidualnych inwestorów w procesie głosowania.
 10. SEC i/lub NYSE powinny okresowo oceniać oddziaływanie ważniejszych reform corporate governance, aby dowiedzieć się, czy spełniają one swoje cele. W świetle wielości reform dokonywanych w ostatnich latach SEC powinna rozważyć większe wykorzystanie programów pilotażowych, w tym „wschodzących przepisów” pomocnych w identyfikowaniu problemów związanych z ich implementacją przed pełnym wdrożeniem tych programów.

Raport opisuje również najważniejsze wydarzenia w zakresie corporate governance, które nastąpiły od 2000 roku do jego opublikowania. Mieszczą się one w czterech obszarach, a mianowicie: 1) turbulentne rynki finansowe; 2) transformacja przeważającej indywidualnej własności we własność instytucjonalną, powiązanie tych zmian z technologią i wzrostem aktywności akcjonariuszy, rozprzestrzenianiem się transakcji derywatywami oraz zwiększaniem usług doradztwa w głosowaniu (*proxy voting advisory services*) i ich wpływu na rady dyrektorów i praktyki nadzoru; 3) zmiany regulacyjne wprowadzające wymogi dotyczące nadzoru i ujawniania oraz 4) ewolucja zasad nadzoru i dobrych praktyk.

2.3.2.3. Principles of Corporate Governance (2012)

Przedostatnim dokumentem znajdującym się na liście ECGI dotyczącym amerykańskiego nadzoru korporacyjnego są liczące 36 stron Principles of Cor-

porate Governance opublikowane przez Business Roundtable w dniu 27 marca 2012 roku. Spis treści tych zasad jest następujący:

- Wstęp i wprowadzenie
- I. Kluczowi aktorzy korporacji
- II. Rola rady dyrektorów i menedżerów
 - Rada dyrektorów
 - CEO i menedżerowie
- III. Jak rada wypełnia funkcje nadzorcze
 - Skład rady
 - Przywództwo rady
 - Organizacja rady
 - Komitet audytu
 - Komitet Corporate Governance
 - Komitet wynagrodzeń
 - Działania rady
 - Rozwój menedżerów najwyższego szczebla i sukcesja
 - Ocena rady i komitetów
- IV. Relacje z akcjonariuszami i innymi grupami
 - Akcjonariusze i inwestorzy
 - Pracownicy
 - Społeczeństwo
 - Rząd

Business Roundtable [2012 Principles 2012] jest autorytetem dla amerykańskich korporacji i z tego względu zainteresowany jest problematyką nadzoru korporacyjnego. Jest stowarzyszeniem głównych zarządzających wiodących spółek amerykańskich, których łączne przychody roczne przewyższają 6 bilionów USD i zatrudniających ponad 12 milionów pracowników. Spółki te stanowią prawie jedną trzecią całkowitej wartości rynkowej spółek notowanych na giełdach amerykańskich, reprezentując jedną trzecią wartości podatku dochodowego płaconego przez korporacje rządowi federalnemu. Corocznie wypłacają one akcjonariuszom ponad 267 miliardów USD w postaci dywidend. Przekazują ponad 7 miliardów USD na cele charytatywne, co stanowi prawie 60% wszystkich darowizn spółek. Spółki Business Roundtable są liderami w zakresie innowacji i wydają 86 miliardów USD rocznie na badania i rozwój, co stanowi połowę prywatnych wydatków na te cele w Stanach Zjednoczonych. Business Roundtable jest od dawna głównym propagatorem dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, wydając liczne publikacje związane z tym obszarem²⁰.

²⁰ Poprzednie publikacje dotyczyły takich problemów corporate governance, jak Principles of Corporate Governance (maj 2002, listopad 2005, kwiecień 2010), Executive Compensation: Principles and Commentary (listopad 2003, styczeń 2007), The Nominating Process and Corporate Governance Committees: Principles and Commentary (kwiecień 2004) and Guidelines for Shareholder-Director Communications (maj 2005). Inne publikacje Business

Od kwietnia 2010 roku, kiedy to Business Roundtable po raz ostatni uaktualnił swoje Principles of Corporate Governance, publiczne korporacje amerykańskie adaptowały dobre praktyki wynikające ze zwiększanych standardów notowania oraz wymogów prawnych, które przyjęto wraz z Sarbanes-Oxley Act w 2002 roku. Były one kontynuowane w czasie kryzysu finansowego, kiedy przyjęto Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [Dodd–Frank 2010].

Business Roundtable uważa, że Stany Zjednoczone mają najlepszy na świecie nadzór korporacyjny, sprawozdawczość finansową i rynek papierów wartościowych. Systemy te działają, ponieważ spółki publiczne przyjęły dobre praktyki z ram prawnych i regulacyjnych, ustalających minimum wymagań i umożliwiających spółkom rozwijanie zindywidualizowanych, właściwych dla nich praktyk. Nawet w trudnych okresach niekorzystnych zmian otoczenia gospodarczego korporacje kontynuowały działania na rzecz doskonalenia i rozwoju nowych praktyk nadzoru.

Biorąc pod uwagę charakter zmian zachodzących w gospodarce oraz dobrych praktykach nadzoru korporacyjnego w ostatniej dekadzie, a także w prawie i regulacjach, Business Roundtable uznał za właściwe skorygowanie zasad corporate governance. Każda korporacja powinna patrzeć na te zasady jako na wskazówki rozwoju struktur, praktyk i procesów, które są dla niej odpowiednie w świetle potrzeb i uwarunkowań. Ponieważ transparentność jest krytyczną częścią efektywnego nadzoru korporacyjnego, każda korporacja powinna publikować praktyki nadzoru w sposób kompletny i dokładny, tak aby akcjonariusze i pozostali interesariusze mogli je zrozumieć. Business Roundtable wspiera następujące, kierunkujące zasady:

1. Najważniejszym obowiązkiem rady dyrektorów publicznej korporacji jest wybór i nadzorowanie głównego zarządzającego (CEO) oraz menedżerów najwyższego szczebla, zapewniających podejmowanie kompetentnych i etycznych codziennych działań.
2. Menedżerowie są odpowiedzialni, pod nadzorem rady, za prowadzenie spółki w efektywny i etyczny sposób oraz realizację długoterminowej wartości dla akcjonariuszy. Rada dyrektorów, CEO i menedżerowie wyższego szczebla powinni ustalić kulturę zgodności z prawem i uczciwości. Dyrektorzy i menedżerowie nigdy nie powinni lansować interesów osobistych i powodować konfliktów z interesami korporacji.
3. Menedżerowie są odpowiedzialni, pod nadzorem rady, za rozwijanie i wdrażanie planów strategicznych korporacji, identyfikowanie, ocenianie i zarządzanie ryzykiem nieodłącznie związanym ze strategią korporacji. Rada dyrektorów powinna rozumieć plany strategiczne spółki, powiązane

Roundtable odnoszące się do corporate governance to: Statement on Corporate Governance (wrzesień 1997), Executive Compensation/Share Ownership (marzec 1992), Corporate Governance and American Competitiveness (marzec 1990), Statement on Corporate Responsibility (październik 1981) and The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation (styczeń 1978).

z nim ryzyka oraz kroki podejmowane przez menedżerów w celu monitorowania i zarządzania nimi. Rada i menedżerowie najwyższego szczebla powinni uzgodnić odpowiedni dla korporacji profil ryzyka i dbać, aby plany strategiczne były z nim zgodne.

4. Menedżerowie są odpowiedzialni, pod nadzorem komitetu audytu i rady, za publikowanie sprawozdań finansowych, rzetelnie prezentujących finansowe uwarunkowania i rezultaty operacji korporacji, jak też za dokonywanie tych ujawnień w odpowiednim czasie, ponieważ służą one inwestorom do oceny solidności finansowej i biznesowej oraz ryzyka korporacji.
5. Rada jest odpowiedzialna, poprzez komitet audytu, za zaangażowanie niezależnej firmy audytorskiej celem dokonania audytu przygotowanego przez menedżerów sprawozdania finansowego oraz wydania opinii odnośnie do rzetelności jego sporządzenia zgodnie z Generally Accepted Accounting Principles, jak również nadzorowanie relacji korporacji z audytorem zewnętrznym.
6. Rada jest odpowiedzialna, poprzez komitet corporate governance, za przewodzenie w kształtowaniu nadzoru korporacyjnego korporacji, za skład i przywództwo rady. Komitet ten powinien regularnie oceniać podstawy, kwalifikacje i doświadczenie rady i jej członków i angażować się w planowanie sukcesji.
7. Rada jest odpowiedzialna, poprzez komitet wynagrodzeń, za przyjęcie, nadzorowanie i wdrażanie polityki wynagradzania, ustalanie celów dla wynagradzania opartego na wynikach działania, jak też określanie kompensaty CEO i menedżerów najwyższego szczebla. Polityka wynagradzania i jej cele powinny być połączone z długoterminową strategią spółki, tworząc zachęty do innowacji i generowania długoterminowej wartości dla akcjonariuszy bez ponoszenia nadmiernego ryzyka. Ta polityka i wynikające z niej wynagrodzenia powinny zostać w sposób klarowny ujawnione akcjonariuszom.
8. Korporacja jest odpowiedzialna za współpracę z długoterminowymi akcjonariuszami w zakresie problemów, które pozostają w ich polu zainteresowania, przy odpowiednim zaangażowaniu rady dyrektorów i menedżerów.
9. Korporacja jest odpowiedzialna za rzetelne i równe kontakty (transakcje) z pracownikami, klientami, dostawcami i innymi stronami oraz demonstrowanie najwyższych standardów korporacji. Odpowiedzialność jest krytyczna dla funkcjonowania nowoczesnych, publicznych korporacji i integralności rynków publicznych. Żadne prawo lub regulacja nie mogą być substytutem dobrowolnego stosowania tych zasad przez dyrektorów i menedżerów korporacji w sposób dostosowany do jej indywidualnych potrzeb.

Business Roundtable uważa, że corporate governance powinien być rozwijany poprzez świadome i zorientowane na przyszłość działania społeczności

biznesowej, skupiającej się na generowaniu długoterminowej wartości dla akcjonariuszy przy najwyższym stopniu uczciwości. Przedstawione zasady mają pomóc radom dyrektorów i menedżerom korporacji w implementowaniu dobrych praktyk corporate governance, jak również służyć jako wytyczne dla publicznego dialogu dotyczącego ewoluowania standardów nadzoru. Jak stwierdzono wcześniej, nie ma jednego wzorca corporate governance odpowiadającego wszystkim korporacjom. Jeśli praktyki nadzoru spółki odchylają się od powszechnie stosowanych, korporacja powinna rozważyć ujawnienie powodów tego, wyjaśnić dlaczego uważa swoje praktyki za właściwe w aspekcie jej wielkości, sektora, kultury i innych adekwatnych czynników.

2.3.2.4. Full CII Corporate Governance Policies (2013)

Dokument Corporate Governance Policies [Corporate Governance Policies 2013] opublikowany w dniu 27 września 2013 roku przez Council of Institutional Investors liczy 27 stron. Składa się z siedmiu rozdziałów zatytułowanych następująco:

1. Wprowadzenie
2. Rada dyrektorów
3. Uprawnienia właściciela akcji (*shareowner*) do głosowania
4. Posiedzenia właścicieli akcji
5. Kompensata zarządzających
6. Kompensata dyrektorów
7. Definicja dyrektora niezależnego.

We wprowadzeniu przedstawiono (dziewięć podrozdziałów) charakter i cel polityki komisji w zakresie corporate governance. Celem tym jest zapewnienie wytycznych, które według komisji, będą właściwe w większości sytuacji i nie będą ograniczać ani członków rady dyrektorów ani korporacji.

Komisja spodziewa się, że korporacje będą przestrzegały odpowiednich praw federalnych, stanowych i standardów notowania na giełdzie. Wierzy, że każda spółka opracuje na piśmie i opublikuje procedury i politykę nadzoru, kodeks etyki odnoszący się do wszystkich pracowników i dyrektorów oraz rygorystyczne przepisy dotyczące jego wprowadzenia w życie. Komisja umieściła politykę corporate governance na stronie internetowej z nadzieją, że rady korporacji będą wypełniać lub nawet przekraczać przedstawione standardy i podejmować odpowiednie działania w celu jak najlepszego chronienia interesów właścicieli akcji. Warto zwrócić uwagę, że zamiast pojęcia *shareholder* używane jest określenie *shareowner*, co ma podkreślić zmiany zachodzące w zakresie postępowania akcjonariusza. Z biernego inwestora trzymającego akcje przekształca się on we właściciela, mającego określone uprawnienia i obowiązki oraz zobligowanego do ich egzekwowania.

Struktury i praktyki corporate governance powinny chronić i powiększać odpowiedzialność spółki wobec właścicieli i zapewniać ich równe traktowanie. Nie powinno się podejmować działań pomniejszających odpowie-

działność wobec właścicieli. Powinni mieć oni prawo partycypowania w ważniejszych decyzjach wpływających na zachowanie ciągłości działania przez spółkę, zgłaszania i nominowania kandydatów na dyrektorów oraz sugerowania procesów i kryteriów selekcji i oceny dyrektorów.

Spółki powinny przestrzegać odpowiedzialnych praktyk biznesu i praktykować „dobre obywatelstwo spółek”. Promocja, przyjęcie i efektywna implementacja wytycznych dla prowadzenia biznesu i relacji biznesowych pozostaje w zgodzie z odpowiedzialnością powierniczą za długoterminową ochronę interesów inwestorów. Spółki publiczne, prywatne i wchodzące na rynek powinny stosować dobry nadzór korporacyjny. Fundusze *private equity* powinny zachęcać spółki, w które inwestują, do przyjmowania długoterminowych regulacji, zgodnych z polityką komisji. Spółki amerykańskie nie powinny przenosić się do krajów, gdzie wymogi dotyczące nadzoru korporacyjnego są słabsze i jest ponoszona mniejsza odpowiedzialność wobec właścicieli akcji, jak też ograniczać uprawnień do podejmowania roszczeń i działań na drodze sądowej.

Drugi rozdział dotyczy rady dyrektorów i ujmuje czternaście podrozdziałów. W jego treści można wyeksponować następujące zapisy. Wszyscy dyrektorzy powinni być corocznie wybierani w głosowaniu. Co najmniej dwie trzecie dyrektorów rady powinno być niezależnymi i nie mieć żadnych innych zawodowych, rodzinnych i finansowych koneksji z korporacją, przewodniczącym rady, CEO i żadnym innym zarządzającym. Spółka powinna publikować informacje potrzebne właścicielom akcji dla stwierdzenia, czy dyrektorzy mogą kwalifikować się jako niezależni. Radzie powinien przewodniczyć niezależny dyrektor. Stanowiska CEO i przewodniczącego rady mogą być łączone w bardzo ograniczonych sytuacjach.

Spółki powinny utworzyć komitety audytu, nominacji i wynagrodzeń, a wszyscy ich członkowie powinni być niezależni. To rada, a nie CEO, powinna wyznaczać przewodniczących komitetów i członków. Komitety powinny móc wybierać osoby świadczące im usługi. Proces wyboru członków komitetów i ich przewodniczących powinien być ujawniony właścicielom akcji.

Rada dyrektorów powinna być odpowiedzialna przed właścicielami akcji. Największą odpowiedzialność ponosi ona za nadzorowanie ryzyka. Powinna ona 1) ustanowić filozofię zarządzania ryzykiem spółki oraz jego akceptowalny poziom (apetyt na ryzyko); 2) rozumieć i zapewniać praktyki zarządzania ryzykiem w spółce; 3) regularnie rewidować ryzyko w relacji do apetytu na nie oraz 4) oceniać, w jaki sposób menedżerowie reagują na największe ryzyka. Przy określaniu profilu ryzyka rada powinna rozważyć dynamikę spółki, jej sektor i ryzyko systematyczne.

Rada powinna przyjąć i opublikować plan sukcesji, dotyczący przechodzenia na emeryturę członków przyszłej rady, wyznaczenie terminów rotacji komitetów, nominacji przewodniczących komitetów oraz implementacji całościowego długoterminowego biznesplanu. Komisja wspiera dywersyfikację

w radzie, uwzględniając takie elementy, jak wykształcenie, doświadczenie, wiek, konkurencja, narodowość i kultura. Rady powinny dokonywać periodycznej rewizji własnych wyników działania. Ta ocena powinna zawierać weryfikację wyników działania i kwalifikacji każdego dyrektora, w stosunku do którego podczas głosowania właścicieli akcji wysunięto zastrzeżenia.

Dyrektorzy, którzy uczestniczyli w mniej niż 75% posiedzeń rady i komitetów w ciągu dwóch kolejnych lat, nie powinni uzyskać ponownej nominacji. Spółki powinny publikować listę obecności poszczególnych dyrektorów na posiedzeniach rady i komitetów, ujmując odrębnie obecność osobistą i telefoniczną. Nieobecności usprawiedliwione nie powinny być klasyfikowane jako uczestniczenie.

Rada powinna zaaprobować i przechowywać szczegółowy plan sukcesji CEO.

Rada nie powinna liczyć mniej niż pięciu i więcej niż piętnastu członków. Właściciele akcji powinni mieć możliwość głosowania każdej większej zmiany w liczebności rady.

Dyrektorzy zatrudnieni na pełny etat nie powinni zasiadać w więcej niż w dwóch innych radach. Pełniący obowiązki CEO mogą być dyrektorami tylko w jednej jeszcze spółce. Żaden inny dyrektor nie powinien zasiadać w więcej niż pięciu radach zyskownych spółek.

Dyrektorzy powinni być szkoleni przez niezależne podmioty w zakresie obowiązków powierniczych oraz zobowiązań. Powinni otrzymywać ważne informacje w określonym czasie przed posiedzeniami rady i mieć dostęp do menedżerów celem przedyskutowania problemów ich interesujących. Rada powinna periodycznie oceniać, czy dyrektorzy otrzymują informacje wystarczające dla podejmowania decyzji, a także rozsądny dostęp do menedżerów w sprawach dotyczących wartości dla akcjonariuszy.

Komitet audytu powinien w pełni wykorzystywać swoje uprawnienia dla pozyskiwania, kompensowania, nadzorowania i – jeśli to konieczne – kończenia współpracy z niezależnym audytorem spółki. Komitet powinien dążyć do promowania niezależności audytora i jakości audytu, a także rozważyć stosowność periodycznych zmian audytora.

Komitet audytu powinien dostarczyć inwestorom informacji istotnych dla oceny jego działania. Raport ten powinien wyjaśniać, w jaki sposób komitet wykonuje obowiązki związane z wynagradzaniem audytora w aspekcie jakości audytu, dlaczego nie dokonano zmiany audytora spółki, jeśli komitet zdecydował się na odnowienie umowy z audytorem, który przez kolejnych dziesięć lat świadczył spółce te usługi, lub jeśli pozostawi się audytora, pomimo że komitet stwierdził istotne słabości w wykonywaniu przez niego pracy. Audytor powinien zmieniać się co pięć lat. Spółki nie powinny zgadzać się na ograniczenie odpowiedzialności audytorów zewnętrznych.

Rozdział trzeci, mający osiem podrozdziałów, dotyczy uprawnień właścicieli akcji do głosowania. Między innymi zapisano w nim, że uprawnienie właścicieli akcji do głosowania jest nienaruszalne.

Dla umożliwienia świadomego głosowania należy dostarczyć inwestorom i dyrektorom pełnych i dokładnych informacji o możliwościach ich pozyskania. Każda akcja zwykła powinna posiadać jeden głos. Korporacje nie powinny emitować akcji zwykłych podzielonych na klasy o zróżnicowanej liczbie głosów. Głosowanie przedstawicieli (prokurentów) powinno być tajne. W dalszej części rozdziału trzeciego przedstawiono pozostałe wymogi dotyczące głosowania.

Czwarty rozdział (osiem podrozdziałów) dokumentu CII Corporate Governance Policies poświęcony jest zgromadzeniom właścicieli akcji. Zapisano w nim między innymi, że przy wyborze czasu oraz lokalizacji zgromadzeń akcjonariuszy głównym kryterium powinny być koszty i wygoda akcjonariuszy. Właściciele akcji powinni mieć prawo zwoływania nadzwyczajnych zgromadzeń, jak też podejmować decyzje, dysponując adekwatną wiedzą. Zgromadzenia „elektroniczne” powinny stanowić uzupełnienie tradycyjnych zgromadzeń, a nie ich substytut. Wszyscy dyrektorzy powinni uczestniczyć w walnym zgromadzeniu i na wniosek przewodniczącego odpowiadać bezpośrednio na wszystkie, pisemne lub ustne, pytania właścicieli akcji.

Wynagradzanie zarządzających stanowi treść zaleceń rozdziału piątego, składającego się z trzynastu podrozdziałów. Komisja uważa, że jest ono krytycznym i jawnym aspektem nadzoru spółki. Decyzje dotyczące wysokości płatności na rzecz kadry kierowniczej stanowią jeden z najbardziej bezpośrednich sposobów oceny wyników działania rady przez właścicieli akcji. Komisja popiera rozsądne, mające właściwą strukturę płace ustalane na podstawie wyników, które powinny wynagradzać zarządzających za trwałe, wyjątkowe wyniki działania w długim okresie. Długi okres generalnie obejmuje co najmniej pięć lat dla dojrzałych spółek i co najmniej trzy lata dla pozostałych.

Komisja uważa, że zarządzający nie powinni być nadmiernie wynagradzani za uzyskiwanie wysokich wyników działania. Zadaniem rady dyrektorów, a głównie komitetu wynagrodzeń, jest zapewnienie, że programy kompensaty dla zarządzających są efektywne, rozsądne, racjonalne i odnoszą się do krytycznych czynników, takich jak wyniki, specyfika branży, ryzyko oraz wynagrodzenia płacone innym pracownikom. Komitet wynagrodzeń powinien zapewnić, że pakiety wynagrodzeń mają właściwą strukturę, zachęcają do realizacji krótko- i długoterminowych strategicznych celów spółki oraz pozostania zarządzających, motywując ich do osiągnięcia najlepszych rezultatów. Programy kompensaty nie powinny być wzorowane na konkurencji, gdyż prowadzi to do nadmiernego wynagradzania i nadużyć.

Wynagrodzenia i poszczególne ich składniki proponowane zarządzającym przez komitet wynagrodzeń powinny być kompatybilne ze specyficznymi potrzebami i sytuacją spółki, jak też aprobowane przez radę dyrektorów.

Komitety wynagrodzeń dla najlepszej realizacji swoich zadań powinny przyjąć następujące zasady i praktyki:

1. Stosować długoterminowe motywacyjne wynagradzanie, generalnie w formie nagród bazujących na kapitałach własnych, zorientowane na osiąganie celów długookresowych, takich jak zatrzymanie zarządzających, łączenie ich interesów finansowych z interesami właścicieli akcji, nagradzanie osiągnięcia określonych, długoterminowych, strategicznych celów spółki i/lub najwyższej wartości przez jej akcje. Źle skonstruowane wynagrodzenia prowadzą do nadmiernej kompensaty i nadużyć, co jest szkodliwe dla spółki i właścicieli akcji.
2. W celu maksymalizacji efektywności i wydajności komitety wynagrodzeń powinny analizować koszty i korzyści długoterminowego motywacyjnego wynagradzania, zapewniać jego właściwą strukturę oraz oceniać skuteczność przyjętych sposobów motywacji. Nagrody powinny być dzielone pomiędzy pracowników spółki, a nie tylko pomiędzy menedżerami najwyższego szczebla.
3. Przyznawanie opcji na akcje, dające właścicielom prawo, ale nie obowiązek, kupienia akcji w przyszłości. Mogą one mieć różną strukturę. Preferowane powinny być działania najlepiej wiążące wysokość wynagrodzenia zarządzających z poziomem wyników działania spółki. Działania niespełniające tego wymogu nie są właściwe i powinny zostać zakazane.
4. Dodatkowe elementy wynagrodzenia.
Dodatki przyznawane menedżerom powodują, że spółki zacierają granicę pomiędzy kosztami osobistymi i przedsiębiorstwa. To zarządzający, a nie spółki, powinni być odpowiedzialni za regulowanie osobistych wydatków, szczególnie tych, które ponoszone są powszechnie przez wszystkich innych pracowników, na przykład koszty podróży prywatnych pracownika i jego rodziny, doradztwa finansowego, członkostwa klubów.
5. Komitet wynagrodzeń powinien zapewnić, że każdy z przywilejów jest uzasadniony i ma usankcjonowany cel biznesowy, jak też dbać o utrzymanie ich na minimalnym poziomie. Powinny one zostać opisane, wyceńnione i opublikowane.
6. Dodatkowe plany emerytalne (odroczone plany wynagradzania) dla wysoko uposażonych zarządzających, pakiety emerytalne i inne uzgodnienia ich dotyczące mogą implikować ukryte i nadmierne korzyści. Specjalne plany emerytalne powinny dotyczyć wszystkich pracowników i być rozsądne.
7. Zarządzający i dyrektorzy powinni posiadać, po pewnym określonym czasie, znaczący udział we własności akcji spółki. Wartość tych akcji stanowić powinna kilkukrotność ich uposażenia.
8. Spółki powinny opublikować wymogi dotyczące własności akcji oraz to, czy spełnia je każdy zarządzający.

Rozdział szósty, liczący dziesięć podrozdziałów, dotyczy wynagradzania dyrektorów.

We wprowadzeniu zapisano, że biorąc pod uwagę istotność obowiązków dyrektorów niezarządzających, oczekuje się, że będą poświęcać odpowiedni czas na ich wypełnianie w radzie.

Polityka odnosząca się do wynagradzania dyrektorów jest zasadniczo różna od tej dotyczącej wynagradzania zarządzających. Powinna ona służyć realizacji następujących celów: 1) pozyskaniu wysoko kwalifikowanych kandydatów, 2) zatrzymaniu wysoko wykwalifikowanych dyrektorów, 3) połączeniu interesów dyrektorów i długookresowych właścicieli korporacji i 4) zapewnieniu całościowej publikacji wynagrodzeń dyrektorów, ujmującej wszystkie ich komponenty i formy, jak też filozofię stojącą za programem ich kształtowania.

Dla realizacji tych celów wynagrodzenie dyrektora powinno być sumą wynagrodzenia gotówkowego i bazującego na kapitałach własnych. Podstawą programów wynagradzania dyrektorów powinno być powiązanie interesów dyrektorów ze spółką przez nabycie istotnych udziałów w jej kapitałach własnych. Udziały nabyte za własne pieniądze lepiej łączą interesy dyrektorów z interesami właścicieli akcji. Plany wynagradzania mogą proponować inne rozwiązania, jak też formułować wymogi dotyczące poziomu tych udziałów oraz długości terminu ich utrzymywania.

Spółki powinny mieć elastyczność w określaniu działań związanych z planowaniem kompensaty dyrektorów oraz ich wdrażaniu, dostosowaną do indywidualnych potrzeb. Dla wsparcia tej elastyczności inwestorzy muszą dysponować kompletną i klarowną informacją (publikację) o filozofii i wysokości wynagrodzeń przyznanych na podstawie tego planu. Bez pełnej jawności w tym zakresie trudno będzie pozyskać zaufanie inwestorów i wsparcie dla planów kompensaty dyrektorów.

Wynagrodzenia dyrektorów ustalane są przez radę, powodując nieodłączny konflikt interesów. W związku z tym należy bardzo uważnie sprawdzić, czy zostały one ustalone prawidłowo. Spółki powinny zwracać szczególną uwagę na zarządzanie tymi konfliktami.

Komitet wynagrodzeń jest odpowiedzialny za kształtowanie wynagrodzenia dyrektora, które następnie jest aprobowane przez wszystkich dyrektorów niezależnych, po sprawdzeniu jego powiązania z długoterminowymi interesami właścicieli akcji.

Wynagrodzenie kapitałami własnymi powinno być ważnym składnikiem kompensaty dyrektora, gdyż najlepiej motywuje do przyjęcia optymalnej, długookresowej perspektywy i łączenia interesów dyrektorów z interesami właścicieli akcji.

Komitet jest propagatorem koncepcji wynagradzania zarządzających, jednakże nie mierników służących ocenie wyników działania dyrektorów.

Dyrektorzy nie powinni otrzymywać dodatkowo innych korzyści niż te związane z posiedzeniami, do których zalicza się bilety lotnicze, hotele i umiarkowane ubezpieczenie podróży. Ubezpieczenie zdrowotne i na życie oraz inne jego formy, doradztwo finansowe, ulgi na samochody i inne podobne dodatki nie powinny wykraczać poza korzyści oferowane pracownikom.

Dyrektorzy zobligowani są do zwrotu wynagrodzenia spółce w przypadku, gdy dokonali malwersacji lub złamali obowiązki powiernicze.

Ostatni, siódmy rozdział tego dokumentu, obejmujący trzy podrozdziały, poświęcony jest definiowaniu niezależności dyrektora. Zdefiniowanie niezależności dyrektora (w połączeniu z wymogami, aby co najmniej dwie trzecie członków rady i wszyscy członkowie komitetu audytu, wynagrodzeń i nominacji spełniali ten standard) jest w interesie finansowym korporacji i właścicieli jej akcji.

Niezależność dyrektora zależy od wszystkich relacji, które się tworzą, w tym również pomiędzy dyrektorami, mogących wpłynąć na jego obiektywność i lojalność w stosunku do właścicieli akcji.

Rady mają obowiązek uwzględniania wszystkich istotnych faktów i okoliczności przy określaniu niezależności dyrektora. Mówiąc prościej, niezależny dyrektor to osoba, której związek ze spółką wynika wyłącznie z pełnienia funkcji jej dyrektora. Stwierdzenie niezależności dyrektora wymaga od rady oceny wszystkich relacji występujących pomiędzy członkami tego organu. Rada dyrektorów powinna badać i oceniać te relacje uważnie, umiejętnie, ostrożnie i wytrwale.

Reasumując, można stwierdzić, że nadzór korporacyjny zajmuje ważną pozycję w korporacjach amerykańskich. Wzrost zainteresowania jego problematyką w ostatnich dekadach wynika w dużej mierze z trudności pojawiających się w dynamicznym i turbulentnym otoczeniu korporacji oraz trudności i problemów występujących w ich wnętrzu. Znajduje to odzwierciedlenie w licznych publikacjach i regulacjach odnoszących się do corporate governance. Są to zwykle klarownie napisane, ale obszernie dokumenty, ściśle powiązane z amerykańskim prawem, stąd ich dokładne omówienie nie jest łatwe.

W niniejszym podrozdziale podjęto próbę przedstawienia zrębów regulacji nadzoru korporacyjnego opracowanych do czasu powstania kryzysu finansowego w 2007 roku oraz najistotniejszych treści dokumentów z tego zakresu opublikowanych po jego wystąpieniu. Ich analiza pokazuje, że punktem przełomowym w zakresie reformowania corporate governance były skandale finansowe, które wstrząsnęły Stanami Zjednoczonymi na początku XXI wieku, a w szczególności te wywołane przez spółki Enron i WorldCom. Kryzys finansowy, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, nie zrewolucjonizował regulacji nadzoru korporacyjnego, a jedynie wymusił ich doskonalenie, poszerzenie i uszczegółowienie.

Rozdział 3

Nadzór korporacyjny w Niemczech

3.1. Niemiecki model nadzoru korporacyjnego

Za alternatywę dla anglosaskich modeli nadzoru korporacyjnego uważane są rozwiązania stosowane w krajach europejskich oraz w Japonii. Podobnie jak w przypadku krajów anglosaskich modele europejskie i japoński – choć wykazują duże różnice – łączone są w jeden ogólny system, eksponujący jego odrębność i stanowiący próbę budowy przeciwwagi dla rozwiązań anglo-amerykańskich.

Krajami zaliczanymi do germańskiego modelu corporate governance są: Niemcy, Szwajcaria, Austria oraz kraje skandynawskie [Weimer, Pape 1999]. Gospodarki tych krajów cechuje stosunkowo słabo rozwinięty rynek kapitałowy, będący efektem bardzo silnie rozwiniętego sektora bankowego, oraz silna pozycja grup interesu. W grupie tych państw zdecydowanie największe znaczenie mają rozwiązania niemieckie.

Niemiecki model corporate governance zaczął kształtować się w drugiej połowie XIX wieku poprzez rozwój złożonych instytucjonalno-prawnych ram działalności gospodarczej, uwzględniających interesy nie tylko właścicieli przedsiębiorstw [Schmidt 2006].

W Niemczech udział banków w nadzorze nad przedsiębiorstwem wzrastał stopniowo od lat sześćdziesiątych XIX wieku [Słomka-Gołębiowska 2006, s. 238]. Jeszcze przed prawnym usankcjonowaniem rady nadzorczej jako organu kontrolującego kadrę zarządzającą, które w poszczególnych landach miało miejsce w latach 1870–1874 [von Rosen 2013], w przedsiębiorstwach funkcjonowały komitety akcjonariuszy sprawujące nieformalny nadzór nad decyzjami menedżerów i współuczestniczące w zarządzaniu, które często korzystały z doradztwa bankowych ekspertów. Warto podkreślić, że niemiecki model rady nadzorczej od początku zakładał udział w niej nie tylko przedstawicieli właścicieli, ale także innych interesariuszy, aby w ten sposób ograniczyć wpływ dużych akcjonariuszy [Słomka-Gołębiowska 2006, s. 238].

W 1884 roku, po serii bankructw wśród dużych przedsiębiorstw, niemieckie regulacje prawne zostały głęboko zreformowane [von Rosen 2013]. Uchwalone prawo zezwoliło na świadczenie przez banki takich usług, jak wykonywanie praw właścicielskich w imieniu akcjonariuszy, którzy zdeponowali w danym banku swoje akcje, oraz wprowadziło opodatkowanie transakcji zawieranych na rynku kapitałowym z wyjątkiem tych, w których stroną była instytucja finansowa [Słomka-Gołębiowska 2006, s. 238]. Dodatkowo, aby zniechęcić drobnych inwestorów indywidualnych²¹ do ryzykownej gry na

²¹ Ciekawostkę stanowić może fakt, że w latach 1896–1921 prawo zakazywało kobietom wstępu do budynku giełdy [von Rosen 2013].

giełdzie, minimalna wartość nominalna akcji została podniesiona ze 150 do 1000 marek [von Rosen 2013]. Rozwiązania takie dodatkowo umocniły pozycję banków oraz przyczyniły się do koncentracji funkcji właścicielskich w rękach inwestorów instytucjonalnych [Zalega 2003]. Kolejna fala reform prawnych w 1896 roku dotyczyła obowiązkowej zawartości prospektu emisyjnego oraz zastrzonej odpowiedzialności emitentów za prezentowane prospekty oraz wprowadziła instytucję nadzoru giełdowego [von Rosen 2013].

System corporate governance (system CG) powojennych Niemiec charakteryzowała daleko idąca orientacja na interesariuszy przedsiębiorstwa, co przez długi czas pozwalało utrzymać stabilność tego systemu [Schmidt 2006]. Badanie przeprowadzone w 1995 roku wskazało, że 83% niemieckich menedżerów uznało, że przedsiębiorstwo należy przede wszystkim do interesariuszy, podczas gdy 75% amerykańskich menedżerów uznało, że przedsiębiorstwo należy do akcjonariuszy. Różnica uwydatniła się także w podejściu do kwestii zarządzania i celów strategicznych: 90% amerykańskich menedżerów uznało wypłatę dywidendy za ważniejszą od utrzymania zatrudnienia, zaś wśród niemieckich menedżerów priorytetem było utrzymanie miejsc pracy (60% badanych) [Boards 2009].

Niemiecki system nadzoru korporacyjnego w formie, w jakiej przetrwał on do końca XX wieku, prezentuje tabela 5. Spowolnienie wzrostu gospodarczego na przełomie XX i XXI wieku stało się impulsem do przeprowadzenia daleko idących reform w niemieckim systemie corporate governance, przy czym wiele zmian – szczególnie w obszarze przejrzystości funkcjonowania przedsiębiorstw i ich organów – wzorowanych było na rozwiązaniach amerykańskich. Mimo to sposób myślenia o przedsiębiorstwie bardziej w kontekście społecznej gospodarki rynkowej niż liberalnego kapitalizmu jest nadal głęboko zakorzeniony w niemieckiej kulturze korporacyjnej.

Typowe dla modelu niemieckiego jest rozdzielenie funkcji zarządzania od funkcji nadzorczych – w spółkach kapitałowych działają dwa organy: zarząd i rada nadzorcza. Rada nadzorcza niemieckich przedsiębiorstw do dzisiaj pełni rolę miejsca równoważącego sprzeczne interesy różnych grup [Schmidt 2006].

Większość dużych przedsiębiorstw w Niemczech posiada jednego bądź kilku dużych akcjonariuszy, wśród których często pojawiają się: inne duże przedsiębiorstwa, rodzina założycieli spółki, banki oraz instytucje ubezpieczeniowe [Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005].

Badania J. Franksa i C. Mayera udokumentowały, że wśród dużych niemieckich spółek aż 85% miało akcjonariusza dysponującego pakietem przekraczającym 25% wyemitowanych akcji [Franks, Mayer 2000]. Drobni akcjonariusze oraz inwestorzy instytucjonalni niepowiązani z bankami i dużymi konglomeratami finansowymi nie odgrywają znaczącej roli w niemieckim systemie nadzoru korporacyjnego [Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005].

Przejawem dominacji dużych akcjonariuszy może być fakt, że to najczęściej oni decydują o obsadzeniu stanowiska przewodniczącego rady nadzorczej

(*Aufsichtsratsvorsitzender*) [Schmidt 2006]. W latach 1980–1990 blisko 70% spółek giełdowych wskazało, że ma w składzie rady nadzorczej przedstawiciela banku [Słomka-Gołębiowska 2006, s. 245 i n.]

Tabela 5. Niemiecki system nadzoru korporacyjnego w XX wieku

Zagadnienie/Problem	Niemiecki system nadzoru korporacyjnego
Kontrola kontra płynność	<ul style="list-style-type: none"> • koncentracja własności akcji • reprezentanci akcjonariuszy większościowych w radzie nadzorczej • ograniczona ochrona akcjonariuszy mniejszościowych
Uprzywilejowanie w relacjach z kredytodawcą kontra równe traktowanie	<ul style="list-style-type: none"> • prawo upadłościowe zorientowane na kredytodawcę • możliwość przeprowadzania reorganizacji przez banki oraz zapewniania płynności finansowej • bankowość uniwersalna i zaangażowanie kapitałowe w kredytowane przedsiębiorstwa • możliwość wykonywania pełnomocnictw depozytariuszy oraz zapewnienie reprezentacji banku w radzie nadzorczej
Wewnętrzny rynek pracy kontra zewnętrzny rynek pracy	<ul style="list-style-type: none"> • kapitał ludzki dostosowany do specyfiki przedsiębiorstwa • silna ochrona przed zwolnieniem, nieefektywne zewnętrzne rynki pracy • silne związki zawodowe oraz zapewnienie reprezentacji pracowniczej w radzie nadzorczej • systemy wynagrodzeń menedżerów niepowiązane z wynikami przedsiębiorstwa
Obieg informacji wewnątrz korporacji kontra szeroki zakres ujawnień	<ul style="list-style-type: none"> • konserwatywne zasady rachunkowości zorientowane na kredytodawców • niewielki zakres informacji podlegających publikacji nawet dla spółek giełdowych • brak regulacji zabraniających wykorzystania informacji poufnych w transakcjach na rynku kapitałowym

Źródło: [Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005].

Istotne znaczenie w radzie nadzorczej mają także pracownicy, których reprezentacja jest zagwarantowana dzięki ustawom o współuczestnictwie pracowników w nadzorze nad przedsiębiorstwem: *Montan-Mitbestimmungsgesetz* z 1951 roku [Gesetz über 1951] i *Mitbestimmungsgesetz* z 1976 roku [Mitbestimmungsgesetz 1976] z późniejszymi nowelizacjami. Ustawa *Montan-Mitbestimmungsgesetz* zapewnia pracownikom przedsiębiorstw z branży węglowej i hutniczej tyle samo miejsc w radzie nadzorczej co liczba przedstawicieli akcjonariuszy.

Ustawa z 1976 roku stanowi, że spółki giełdowe oraz spółki kapitałowe zatrudniające przynajmniej 2000 osób zobowiązane są do powołania rady nadzorczej, w której połowę składu stanowić będzie reprezentacja pracowników. W pozostałych spółkach akcyjnych przedstawiciele załogi powinni dysponować 30% miejsc w radzie nadzorczej. Funkcję zastępcy przewodniczącego

radę nadzorczą sprawuje zazwyczaj osoba wybrana do rady przez pracowników. Mimo licznej reprezentacji pracowników w radzie nadzorczej nie są oni jednak w stanie samodzielnie decydować o losach przedsiębiorstwa, gdyż konstytucyjna ochrona własności i odpowiednie regulacje prawne gwarantują, że w sytuacji patowej w spółkach, gdzie połowę rady nadzorczej stanowią reprezentanci pracowników, przewodniczący rady dysponuje dwoma głosami.

Częstą praktyką w niemieckich spółkach jest powoływanie do rad nadzorczych byłych członków zarządu przedsiębiorstw, którzy przynajmniej w pośredni sposób reprezentują interesy bieżących menedżerów [Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005]. Można także zauważyć, że korporacje w Stanach Zjednoczonych i Niemczech cechuje pewien wspólny element – silna pozycja kadry menedżerskiej. Niemieccy menedżerowie, korzystając z lepszego dostępu do informacji i kontroli nad informacjami, jakie są przekazywane radzie nadzorczej, oraz dzięki dużej swobodzie w podejmowaniu decyzji, mają możliwość manipulowania poszczególnymi grupami interesu, zgodnie z zasadą „dziel i rządź” [Charny 1998]. Pomimo wyraźnych różnic w oczekiwaniach główne grupy interesu mają wspólny cel długoterminowy. Celem tym nie jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, ale zapewnienie długookresowej stabilności i rozwoju przedsiębiorstwa [Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005].

Rynek kontroli przedsiębiorstw nie odgrywa w Niemczech istotnej roli i jest ograniczony do rynku na duże pakiety akcji [Franks, Mayer 2000], chociaż – jak pokazuje przypadek przejęcia Mannesmann przez Vodafone – przeprowadzenie transakcji wrogiego przejęcia poprzez skupienie akcji od drobnych inwestorów jest na rynku niemieckim trudne, ale możliwe [Höpner, Jackson 2001; Schmidt 2003]. Był to jednak wyjątek, który pomimo że pierwotnie postrzegany był jako przełom aktywujący rynek kontroli korporacji, nie pociągnął za sobą fali tego typu transakcji i nie spowodował istotnych zmian w niemieckim systemie nadzoru korporacyjnego [Schmidt 2003].

Za jeden z najpoważniejszych problemów niemieckiego systemu nadzoru korporacyjnego pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku uznawany był brak przejrzystości procedur. Aby poprawić ten stan rzeczy i sprostać narastającej konkurencji ze strony zagranicznych rynków kapitałowych, w marcu 1998 roku uchwalona została ustawa w sprawie kontroli i przejrzystości działania przedsiębiorstw: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG). Ustawa znowelizowała szereg aktów prawnych, takich jak kodeks handlowy oraz prawo o akcjach, jak również zwiększyła zakres odpowiedzialności członków zarządu, rady nadzorczej oraz audytorów, wprowadziła obowiązek wdrożenia systemów zarządzania ryzykiem, aby elementy stanowiące zagrożenie dla spółki mogły zostać odpowiednio wcześniej zidentyfikowane. Dodatkowo audytorzy zobowiązani zostali, poza badaniem sprawozdania finansowego, do oceny systemu kontroli wewnętrznej przedsiębiorstwa [KonTraG 1998]. Reformy objęły również system rachunkowości, umożliwiając spółkom giełdowym korzystanie z międzynarodowych standardów rachunkowości lub amerykańskich GAAP [Schmidt 2003].

W 2002 roku weszło w życie prawo regulujące przejęcia, wprowadzające obowiązek publikacji wezwania do sprzedaży, jednak wiele mechanizmów ochrony przed przejęciem nadal jest prawnie dozwolone [Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005]. Znowelizowane zostało także prawo o obrocie papierami wartościowymi (Wertpapierhandelsgesetz), aby w sposób bardziej efektywny egzekwować zakaz wykorzystania informacji poufnych w obrocie giełdowym²². O tym, że był to duży problem na niemieckim rynku kapitałowym świadczy fakt, że w okresie od lipca 2002 do czerwca 2004 roku Federalny Urząd Nadzoru Finansowego (Bundesaufsichtsamt für Finanzwesen) odnotował 4272 przypadki takich transakcji [Betzer, Theissen 2005, s. 5].

Zmiany, jakie zaszły w niemieckim prawie po kryzysie finansowym 2008 roku, skupiły się na wyeksponowaniu roli rady nadzorczej w procesie rachunkowości i sprawozdawczości, zapewnieniu sprawnego działania audytu wewnętrznego i systemu zarządzania ryzykiem oraz niezależnej rewizji sprawozdania finansowego. W maju 2009 roku weszła w życie nowelizacja prawa bilansowego, która obok powyższych zmian dostosowała regulacje niemieckie do wspólnotowych. Podobnie jak w innych krajach UE niemieckie spółki publiczne mają obowiązek powołania przynajmniej jednego niezależnego członka rady nadzorczej/komiteu audytu, który dysponuje wiedzą z zakresu rachunkowości i rewizji finansowej.

Należy także podkreślić duży wpływ instytucji amerykańskich na kształtowanie systemu CG w Niemczech. Działania CalPERS polegające na stosowaniu wspomnianej polityki *name & shame* przyniosły rezultaty także w niemieckim środowisku menedżerskim [German Firm 1992] i zachęciły CalPERS do opracowania zasad nadzoru korporacyjnego dla spółek niemieckich. Dokument ten funkcjonował do 2009 roku, kiedy to zostały zastąpione przez Global Principles of Accountable Corporate Governance [Global principles 2011]. Kamieniem milowym w kształtowaniu niemieckiego systemu CG były zmiany w metodologii ratingu opracowywanego przez Standard&Poor's dla niemieckich spółek w 2003 roku²³, które przyczyniły się do coraz częstszego wydzielania środków przeznaczonych na emerytury pracownicze z majątku spółki do specjalnych funduszy [Rhiel 2005], pozbawiając spółki atrakcyjnego źródła finansowania działalności i stawiając przed koniecznością pozyskania dodatkowych zewnętrznych środków.

²² Pierwsze regulacje zmierzające do zakazu wykorzystania poufnych informacji w obrocie pojawiły się w 1994 roku, jednak zapisy te były w dużej mierze nieskuteczne. Por. [Betzer, Theissen 2005, s. 5].

²³ Niemieckie prawo nie nakłada na spółki obowiązku wydzielania majątku na pokrycie zobowiązań z tytułu emerytur pracowniczych. Na początku 2003 roku Standard&Poor's zaczęła traktować zobowiązania spółek z tytułu emerytur pracowniczych jako dług, co pociągnęło za sobą obniżenie nadanych ratingów dziesięciu niemieckich spółek, jak np. Thyssen Krup czy Deutsche Post [McAuley 2007; Ferry].

3.2. Niemieckie regulacje nadzoru korporacyjnego

Poza obowiązkowymi regulacjami prawnymi i zewnętrznymi impulsami płynącymi z rynku kapitałowego standardy ładu korporacyjnego w Niemczech wyznacza również kodeks dobrych praktyk. Od początku 2000 roku różne niemieckie środowiska eksperckie zaczęły publikowanie kodeksów nadzoru korporacyjnego. Komisja ds. nadzoru korporacyjnego (Grundsatzkommission Corporate Governance) opublikowała „Zasady nadzoru korporacyjnego dla spółek giełdowych” (Corporate Governance-Grundsätze für börsennotierte Unternehmen). Sześć miesięcy później ukazały się zasady German Code of Corporate Governance opracowane przez inny panel ekspertów: Berliner Initiativkreis. Rok później powołano rządową komisję do spraw nadzoru korporacyjnego pod przewodnictwem T. Baumsa, która w swoim raporcie przedstawiła blisko 150 rekomendacji zmian niemieckiego prawa handlowego w celu usprawnienia tamtejszego systemu CG [German Government].

Od lutego 2002 roku niemieckie standardy w zakresie nadzoru korporacyjnego wyznacza opracowany przez komisję federalną Deutscher Corporate Governance Kodex nazywany potocznie Kodeksem Cromme’a.

Kodeks ten jest aktualizowany co roku, a jego ostatnia aktualizacja miała miejsce w maju 2013 roku [Deutscher 2013]. Podejście takie z jednej strony systematyzuje dyskusję na temat nadzoru korporacyjnego w Niemczech i pozwala na naniesienie aktualizacji, jednak z drugiej strony zmiany często mają kosmetyczny charakter. W kodeksie zawarte zostały rekomendacje, co do których niemieckie spółki giełdowe obowiązują zasada *comply or explain*, oraz fakultatywne sugestie, których niewdrożenie może, ale nie musi być przez spółkę w żaden sposób wyjaśniane ani komentowane. W pierwszych wersjach kodeksu część rekomendacji powieliała zapisy znajdujące się w regulacjach prawnych i przez to obowiązkowe dla spółek *per se*, natomiast w wyniku corocznych aktualizacji zapisy te były stopniowo wycofywane.

Kodeks Cromme’a składa się ze wstępu i sześciu głównych części:

- akcjonariusze i walne zgromadzenia akcjonariuszy,
- relacje pomiędzy zarządem, a radą nadzorczą,
- zarząd,
- rada nadzorcza,
- przejrzystość działania,
- sprawozdawczość i audyt.

O ile struktura dokumentu odpowiada głównym zagadnieniom obszaru corporate governance, to dyskusyjne może być zakwalifikowanie pewnych zapisów do odpowiedniej grupy – np. część dedykowana radzie nadzorczej zawiera wiele zaleceń dotyczących zarządu i odwrotnie.

Zapisy dotyczące akcjonariuszy i walnego zgromadzenia obejmują trzy grupy:

- akcjonariuszy,
- walne zgromadzenie,

- kwestie zwoływania walnego zgromadzenia, głosowania korespondencyjnego oraz przez pełnomocnika.

Zalecenia dotyczące kwestii związanych z akcjonariatem postulują, aby w spółkach obowiązywała zasada 1 akcja = 1 głos oraz zawierają stwierdzenie, że akcjonariusze wykonują swoje prawo głosu przed bądź w trakcie walnego zgromadzenia, w ramach przysługującego im prawa zawartego w statucie.

Do najważniejszych zadań walnego zgromadzenia należy:

- zatwierdzanie sprawozdania finansowego i sprawozdania zarządu spółki i całej grupy kapitałowej,
- dokonanie podziału zysków,
- zwalnianie członków zarządu,
- wybór i zwalnianie członków rady nadzorczej,
- wybór audytora,
- decydowanie o celu działalności przedsiębiorstwa,
- wprowadzanie zmian statutu,
- zatwierdzanie istotnych dla przedsiębiorstwa kwestii, takich jak:
 - szczególne umowy/kontrakty,
 - przekształcenia,
 - emisja akcji, obligacji zamiennych oraz obligacji z opcją,
 - skup akcji własnych.

Ponadto do kompetencji walnego zgromadzenia akcjonariuszy (WZA) należy może zatwierdzanie systemu wynagrodzenia zarządu. Akcjonariusze spółki powinni także mieć prawo pierwokupu akcji nowej emisji w proporcji odzwierciedlającej ich udział w kapitale przedsiębiorstwa. Każdy akcjonariusz ma ponadto prawo brać udział w WZA, zabierać głos w sprawie porządku obrad, jak również zadawać pytania i zgłaszać wnioski w poruszanych kwestiach.

W kodeksie wskazuje się prawo akcjonariuszy mniejszościowych do zażądania zwołania WZA i zmiany porządku obrad. Właściciele mają prawo do nieutrudnionego dostępu do wszystkich dokumentów wynikających z porządku obrad (w tym także formularzy do głosowania korespondencyjnego) poprzez korporacyjną stronę internetową, jeśli dokumenty te nie są dostarczane akcjonariuszom w sposób bezpośredni.

W odróżnieniu od posiedzeń walnych zgromadzeń akcjonariuszy brytyjskich spółek posiedzenia niemieckich zgromadzeń były rozciągnięte w czasie, stąd też w kodeksie znalazł się zapis sugerujący, iż przewodniczący WZA powinien zakończyć posiedzenie przekraczające od 4 do 6 godzin.

O tym, że był to istotny problem świadczyć może wyrok Federalnego Sądu Administracyjnego (Bundesgerichtshof) z dnia 8 lutego 2010 roku, w którym oddalono skargę akcjonariusza na wprowadzenie do statutu zapisów umożliwiających ograniczenie czasu wypowiedzi uczestników WZA oraz niezwłoczne zakończenie debaty na WZA po godzinie 22.30. Jednocześnie sąd wskazał, że czas trwania WZA może ulec wydłużeniu do 10 godzin, jeżeli zostały zgłoszone wnioski mniejszości [Bundesgerichtshof 2010].

Dość kontrowersyjna wydawać się może rekomendacja, która stwierdza, że jeśli władze spółki mają obowiązek uzyskania zgody akcjonariuszy w jakiejś kwestii, informacja o zwołaniu WZA wraz z niezbędnymi załącznikami powinna zostać przekazana drogą elektroniczną wszystkim krajowym i zagranicznym akcjonariuszom, instytucjom finansowym oraz stowarzyszeniom inwestorów. Ciekawym rozwiązaniem jest także rekomendacja, której celem jest ułatwienie wykonywania prawa głosu przez akcjonariuszy. Kodeks zaleca, aby spółka powoływała pełnomocnika w celu wykonania prawa głosu zgodnie z interesem i intencją mocodawcy. Ostatnią, niezobowiązującą sugestią dotyczącą organizacji WZA jest zalecenie, aby jego przebieg był transmitowany za pomocą nowoczesnych mediów, np. Internetu.

Zapisy kodeksu dotyczące współpracy zarządu i rady nadzorczej spółki obejmują dziesięć punktów, z których aż pięć jest przywołaniem obowiązujących regulacji prawnych, trzy zawierają rekomendacje podlegające zasadzie *comply or explain*, a dwa stanowią niezobowiązujące sugestie. Wśród zapisów kodeksu znajduje się na przykład zapis, iż wszyscy członkowie organów spółki przyjmują na siebie zobowiązanie, że wszyscy ich współpracownicy dochowają obowiązku zachowania poufności informacji.

W przypadku oferty przejęcia spółki zarząd i rada nadzorcza powinny zająć stanowisko w tej kwestii, aby akcjonariusze mogli podjąć właściwą z punktu widzenia swoich interesów decyzję. Zarząd i rada nadzorcza mają obowiązek działać w najlepszym interesie akcjonariuszy, a zarząd ma obowiązek powstrzymania się od jakichkolwiek działań, które mogłyby uniemożliwić przejęcie, chyba że działania takie są przewidziane przepisami prawa. Kodeks sugeruje, aby w takiej sytuacji zarząd niezwłocznie zwołał nadzwyczajne WZA, na którym akcjonariusze mogą obradować nad propozycją przejęcia i ewentualnie zdecydować o dalszych działaniach.

Kodeks rekomenduje, aby rada nadzorcza precyzyjnie określiła obowiązki zarządu w zakresie przekazywania oczekiwanych przez radę informacji, w miarę potrzeby spotykała się bez udziału zarządu, a w przypadku zawarcia ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej członków zarządu spółki (ubezpieczenie D&O) wymaga ustalenia minimalnego udziału własnego, zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi. Udział własny członka zarządu w szkodzie wyrządzonej spółce kształtuje się na poziomie od 10% wartości szkody do co najmniej półtorakrotności stałej części jego rocznego wynagrodzenia. W przypadku członków rady nadzorczej limit ten nie jest wyznaczony, jednak kodeks zaleca jego ustanowienie na „odpowiednim” poziomie w każdej spółce.

Ponadto regulacja nakłada na zarząd i radę nadzorczą złożenie co roku wspólnego raportu z przestrzegania rekomendacji zawartych w kodeksie (Corporate Governance Bericht) oraz utrzymywanie poprzednich wersji raportu z ostatnich pięciu lat na korporacyjnej stronie internetowej.

Liczna grupa rekomendacji kodeksu dotyczy funkcjonowania zarządu. Zapisy kodeksu w tej części ujęte zostały w trzech podgrupach: zadania i odpo-

wiedzialność, skład i wynagrodzenie oraz konflikt interesów. W ramach pierwszej podgrupy zapisy kodeksu powielają w większości regulacje prawne, jedyne dodatkowe zalecenie obejmuje zapewnienie różnorodności przy obsadzie stanowisk, ze szczególnym uwzględnieniem udziału kobiet w zarządzaniu.

Kodeks zaleca, aby zarząd składał się z kilku osób, z których każda ma jasno przypisany zakres zadań i odpowiedzialności. Funkcjonowanie zarządu powinien określać regulamin, w którym sprecyzowane powinny zostać zasady podejmowania decyzji. Zasady wynagradzania członków zarządu ustala rada nadzorcza, jednak jeśli korzysta ona z doradztwa zewnętrznego eksperta, kodeks zaleca, aby zadbać o jego niezależność – zarówno od zarządu, jak i od spółki. Wynagrodzenie członka zarządu powinno składać się z części stałej i zmiennej, przy czym część zmienna powinna być ustalana na podstawie zestawu wskaźników weryfikowanych w dłuższej perspektywie czasowej, uwzględniać zarówno pozytywne, jak i negatywne scenariusze rozwoju oraz powinna zapobiegać podejmowaniu nadmiernych ryzyk. Ponadto przyznanie premii powinno odbywać się na podstawie zestawu parametrów, których wartości i zakres nie powinny podlegać zmianie w trakcie okresu objętego celami. Aby zapobiegać wypaczeniom wartości wskaźników w sytuacjach szczególnych, rada nadzorcza ma możliwość wprowadzenia górnych i dolnych limitów.

Kodeks Cromme'a zaleca, aby maksymalne wartości odprawy, wynikające z przedterminowego rozwiązania umowy z członkiem zarządu, nie przekraczały dwukrotności rocznych zarobków ani wynagrodzenia należnego do końca okresu wynikającego z zawartej umowy (tzw. *Abfindung-Cap*). Jeśli przedterminowe zakończenie umowy wynika z przyczyn leżących po stronie członka zarządu, odprawa nie należy się, a w przypadku zwolnienia wynikającego ze zmiany właściciela (np. w wyniku przejęcia) – nie powinna przekraczać 150% maksymalnej wielkości odprawy.

Zgodnie z zaleceniem kodeksu przewodniczący rady nadzorczej powinien przedstawić walnemu zgromadzeniu główne założenia systemu wynagrodzeń oraz jego każdorazowe zmiany. Poziom wynagrodzeń członków zarządu podlega ujawnieniu w raporcie rocznym, z podaniem nazwisk i wysokości części stałych i zmiennych, jak również wszelkich dodatkowych świadczeń wynikających z możliwości przedterminowego rozwiązania umowy oraz innych korzyści otrzymanych od spółki. Walne zgromadzenie może jednak wyłączyć ten obowiązek uchwałą podjętą większością trzech czwartych głosów.

Dziwić może obecność w kodeksie zapisów dotyczących pozornie tak oczywistych kwestii, jak zakaz oferowania, żądania i przyjmowania od osób trzecich korzyści w związku z zajmowanym stanowiskiem oraz wykorzystywania stanowiska dla własnych interesów²⁴.

Kodeks zaleca, aby wszelkie konflikty interesów członków zarządu były podawane do wiadomości rady nadzorczej, a podjęcie dodatkowych zajęć,

²⁴ Można to jednak uzasadnić skandalami, jakie miały miejsce np. w koncernie Volkswagena.

w szczególności mandatów w radach nadzorczych innych przedsiębiorstw, powinno być poprzedzone zgodą rady nadzorczej.

Zapisy kodeksu dotyczące rady nadzorczej ujęte zostały w sześciu grupach:

- zadania i odpowiedzialność,
- zadania i kompetencje przewodniczącego rady nadzorczej,
- tworzenie komitetów,
- skład i wynagrodzenie,
- konflikt interesów,
- kontrola efektywności.

Rolą rady nadzorczej – wynikającą z przepisów prawa, a podkreśloną w kodeksie – jest wspieranie i kontrola zarządu w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Rada nadzorcza zatrudnia, zwalnia i planuje sukcesję członków zarządu, dbając o należyłą różnorodność wśród jego członków. Kompetencje w zakresie ustalania warunków zatrudnienia, w tym wynagrodzenia, mogą zostać przekazane komitetom rady. Kodeks sugeruje, aby pierwszy okres zatrudnienia członka zarządu był krótszy niż maksymalnie dopuszczalne pięć lat. Wśród zaleceń odnaleźć można także zapis o przedłużaniu zatrudnienia członka zarządu na ponad rok przed upływem kadencji jedynie w wyjątkowych okolicznościach. Ponadto rekomendowane jest opracowanie regulaminu pracy rady nadzorczej w każdej spółce. Ciekawym elementem jest zlecenie do wprowadzenia limitu wieku członków zarządu, co może świadczyć, że był to istotny problem rad nadzorczych, jednak szczególnie interesująca byłaby analiza tego zapisu w kontekście zakazu dyskryminacji.

W odniesieniu do przewodniczącego rady nadzorczej kodeks zaleca, aby nie przewodniczył on komitetowi audytu. Przewodniczący rady odpowiada za kontakty z zarządem w czasie pomiędzy posiedzeniami rady i powinien informować pozostałych członków o istotnych zdarzeniach, a w razie potrzeby zwołać nadzwyczajne posiedzenie rady.

Przewodniczący komitetu audytu powinien spełniać kryteria niezależności, a jego ewentualna kadencja w zarządzie spółki powinna upłynąć co najmniej dwa lata przed powołaniem na przewodniczącego komitetu.

Rekomendacje dotyczące rad nadzorczych postulują, aby w radzie znajdowała się odpowiednia w ocenie spółki liczba osób spełniających kryteria niezależności, przy czym kryteria zawarte w kodeksie są bardzo ogólne i mówią tylko o „biznesowych lub osobistych relacjach ze spółką, jej organami, akcjonariuszem kontrolującym bądź spółkami powiązanymi, które mogą przyczynić się do istotnego, trwałego konfliktu interesów”.

Zalecane jest, aby rada nadzorcza określiła w precyzyjny sposób parytety zapewniające różnorodność (w tym odpowiedni udział kobiet) i niezależność oraz limit wieku obowiązujący członków rady. Parytety te powinny być opublikowane w corocznym raporcie z przestrzegania zasad corporate governance, a opis sylwetek kandydatów do rady powinien uwzględniać informacje, które mogłyby istotnie wpłynąć na decyzje wyborcze akcjonariuszy – w szczególności

ści o powiązaniach z akcjonariuszami dysponującymi przynajmniej 10% udziałem głosów na walnym zgromadzeniu.

Zapisy kodeksu wskazują także na inne obszary problemów w niemieckich radach nadzorczych, ale także w zarządach: jednoczesne zajmowanie kilku stanowisk w organach różnych spółek, duże obciążenie obowiązkami zawodowymi poza spółką oraz przechodzenie członków zarządu do rad nadzorczych po zakończeniu kadencji. Stąd też autorzy kodeksu uznali za stosowne wprowadzenie ograniczeń w tych obszarach oraz zaproponowali publikowanie w raporcie rocznym nazwisk członków rady, którzy opuścili ponad połowę spotkań tego organu w roku obrotowym.

Wynagrodzenie członków rady nadzorczej wynika z uchwały walnego zgromadzenia bądź ze statutu spółki i jeżeli zawiera ono w sobie elementy zmienne, zależne od sytuacji przedsiębiorstwa, to powinno mieć na względzie rozwój przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym.

Podobnie jak w przypadku członków zarządu również członkowie rady nadzorczej zobowiązani są działać w interesie spółki i nie powinni wykorzystywać zajmowanych stanowisk do osiągnięcia własnych korzyści. Wszelkie konflikty interesów powinny być ujawnione radzie i zgłaszane walnemu zgromadzeniu w raporcie, a wystąpienie trwałego konfliktu interesów powinno prowadzić do zakończenia mandatu w radzie. Ponadto w celu monitorowania transakcji z podmiotami powiązаныmi wszelkie umowy członków rady ze spółką, wynikające z usług doradczych lub innych zleceń, wymagają zgody rady.

Ostatnim zaleceniem skierowanym do członków rad nadzorczych jest zapis o regularnej kontroli efektywności prac tego organu.

Istotną część kodeksu poświęcono kwestii uznawanej za jedną z największych bolączek niemieckiego systemu CG – przejrzystości działania przedsiębiorstw oraz dostępowi do informacji, co łączy się z kolejną częścią kodeksu dotyczącą zasad rachunkowości i audytu. Wśród zaleceń znalazły się rekomendacje, aby spółka bez zbędnej zwłoki publikowała informacje na temat istotnych zdarzeń korporacyjnych. Ujawnieniu podlegają ponadto takie informacje, jak:

- posiadanie przez członków organów spółki pakietów akcji spółki, jeżeli ich udział wspólny bądź indywidualny przekracza 1% wszystkich akcji,
- dane ujawnione na mocy prawa obowiązującego w innych krajach, gdzie spółka jest obecna,
- inne fakty mogące istotnie wpływać na cenę akcji, szczególnie dane przekazane analitykom finansowym i innym podobnym odbiorcom.

Część informacji powinna być ujawniana w ramach sprawozdania z działalności obejmującego spółkę bądź grupę kapitałową. Należą do nich dane na temat znaczącego zaangażowania w przedsiębiorstwa spoza grupy kapitałowej, powiązania akcjonariuszy w kontekście obowiązujących przepisów dotyczących rachunkowości oraz informacje na temat programów opcyjnych, jeżeli nie zostały podane do wiadomości w raporcie rocznym, raporcie z przestrzegania

zasad corporate governance lub raporcie na temat polityki i poziomu wynagrodzeń.

Rekomendacje dotyczące audytu nie odbiegają zasadniczo od propozycji kodeksów innych krajów. Za przygotowanie sprawozdania finansowego odpowiada zarząd, zaś za jego kontrolę rada i rewident. Zalecane jest, aby badanie sprawozdania finansowego powierzone zostało niezależnemu audytorowi, jednak nie ma w kodeksie zapisów o obowiązkowej rotacji audytora prowadzącego, które od 1998 roku wynikają z przepisów prawa²⁵. Niecodziennym rozwiązaniem jest możliwość kontrolowania zgodności sprawozdań finansowych ze standardami rachunkowości przez dwa administracyjne podmioty zewnętrzne: Federalny Urząd Nadzoru Finansowego (Bundesaufsichtsamt für Finanzwesen) oraz Organ Kontroli Rachunkowej (Prüfstelle für Rechnungslegung). Audytor ma ponadto obowiązek zbadania prawdziwości złożonego przez zarząd i radę nadzorczą sprawozdania z przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego oraz wzięcia udziału w posiedzeniach, na których omawiane są kwestie audytu.

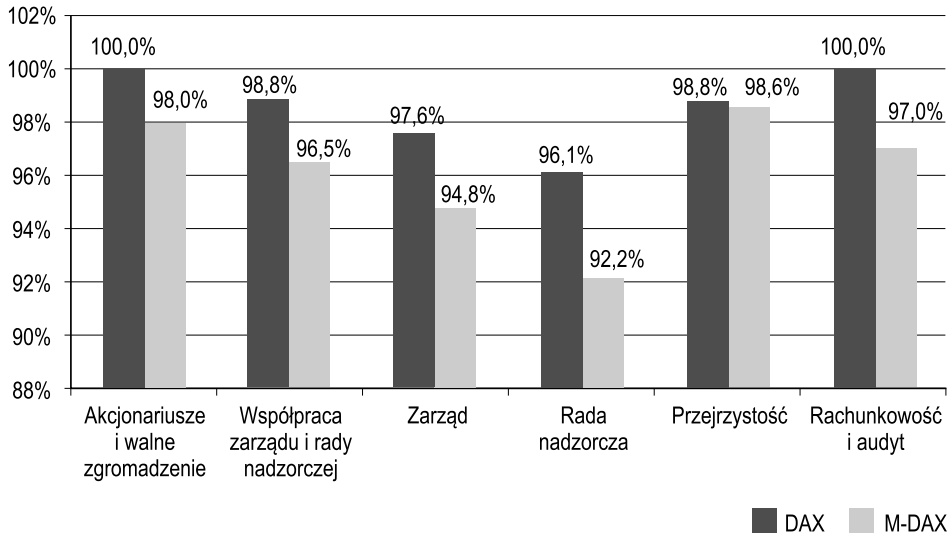
Analizując ewolucję kodeksu Cromme'a na przestrzeni ostatnich pięciu lat, stwierdzić można, że większość zmian weszła w życie w 2009 roku i wynikała z konieczności dostosowania kodeksu do znowelizowanego prawa. Zmiany w innych latach miały głównie charakter redakcyjny lub doprecyzowujący. Zmiany z 2013 roku skoncentrowały się na kwestiach ujawniania indywidualnej wysokości wynagrodzeń członków zarządów, zgodnie ze wzorcem przedstawionym w załączniku do kodeksu.

Jak pokazują badania Rappa i Wolffa, spółki notowane na giełdzie we Frankfurcie przestrzegają większości zaleceń zawartych w kodeksie Cromme'a (średnio 96,5% zaleceń). Tylko 6,6% podmiotów deklaruowało nieprzestrzeganie kodeksu w co najmniej 10%. Spółki z indeksu DAX przestrzegają przeciętnie 98,1% zaleceń, a podmioty z indeksu M-DAX 95,5% zaleceń. W porównaniu z rokiem poprzedzającym oznacza to nieznaczny wzrost akceptacji zaleceń wśród podmiotów z indeksu DAX (z 97,1%) i nieznaczny spadek akceptacji kodeksu wśród spółek z M-DAX (z 96,3%). Badania wykazały, że duże spółki w większym stopniu stosują się do zaleceń kodeksu. Nie bez znaczenia jest także struktura własności – autorzy stwierdzili, że rozproszona struktura własności sprzyja większemu przestrzeganiu dobrych praktyk [Rapp, Wolff 2012].

Na poziomie poszczególnych rozdziałów zaobserwować można różnice w poziomie dostosowania spółek do zaleceń kodeksu. Najwięcej odstępstw od zaleceń kodeksu odnotowano w rozdziałach dotyczących pracy organów spółki (rys. 1). Odstępstwa dotyczyły głównie poziomu udziału własnego przy zawieraniu polis D&O, wysokości odpraw, ujawniania indywidualnej wielko-

²⁵ Interesującą praktyką, niespotykaną w innych krajach, jest zwyczaj podpisywania raportu z audytu przez dwóch rewidentów. Drugi podpis nie jest wymagany prawem, ale stanowi powszechną praktykę i dodatkowe poświadczenie rzetelności przeprowadzonego badania [Offermanns 2007].

ści wynagrodzeń oraz kwestii zapewnienia różnorodności składu rady nadzorczej. Najwięcej odstępstw zgłoszono w przypadku zaleceń dotyczących wynagrodzenia rady nadzorczej – jedynie 61,3% spółek zadeklarowało pełną zgodność z kodeksem w tym zakresie.



Rysunek 1. Przestrzeganie zapisów poszczególnych rozdziałów niemieckiego kodeksu dobrych praktyk przez spółki z indeksu DAX i M-DAX w 2011 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Rapp, Wolff 2012, s. 5].

Relatywnie wysoki poziom dostosowania spółek giełdowych do zapisów kodeksu Cromme'a może sugerować, że niemieckie przedsiębiorstwa przykładają należyłą uwagę do problematyki dobrych praktyk, jednak kultura ładu korporacyjnego zmienia się bardzo powoli. Pomimo dokonania ogromnych reform w niemieckim systemie corporate governance w ostatnich piętnastu latach, nadal pod jego adresem kierowane są zarzuty, że zmiany następują zbyt wolno, a wiele czołowych niemieckich firm było antybohaterami kolejnych skandali. Na przykład: Deutsche Bank, Deutsche Telekom, Deutsche Bahn i Lidl szpiegowali pracowników, dziennikarzy i członków organów korporacyjnych. Siemens przyznał się do korupcji na niespotykaną dotąd skalę, a prezes spółki MAN SE musiał ustąpić ze stanowiska pod takimi samymi zarzutami. W koncernie Volkswagena przyłapano członka zarządu na przekupstwie członka rady nadzorczej, zaś Porsche i Schaeffler znalazły się w poważnych kłopotach finansowych w wyniku próby nieprzemyślanych przejęć, angażujących instrumenty pochodne i drastycznie zwiększających ich zadłużenie [Boards 2009].

Paradoksalnie więc jedna z najsilniejszych światowych gospodarek wciąż stoi przed dużymi wyzwaniami w kwestiach ładu korporacyjnego – szczególnie w obszarach przejrzystości i ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.

Rozdział 4

Nadzór korporacyjny w Japonii

4.1. Uwarunkowania rozwoju japońskiego nadzoru korporacyjnego

Japonia należy do bardzo ciekawych krajów i to z wielu powodów. Jednym z nich są spektakularne sukcesy gospodarcze odnoszone na przestrzeni wieków. Jej specyfika gospodarcza spowodowała również wypracowanie własnego modelu nadzoru korporacyjnego.

Do XVII wieku Japonia była krajem, w którym o ziemię i hegemonię nieustannie walczyli możnowładcy (*daymio*). Wojny domowe rujnowały kraj. Pod koniec XV wieku kłopoty finansowe dotknęły nawet dwór cesarski. Nie wiadomo, jak potoczyłyby się losy Kraju Kwitnącej Wiśni, gdyby bitwy pod Sekigaharą (21 października 1600 roku) nie wygrał Ieyasu Tokugawa, którego trzy lata później cesarz mianował szogunem. Był on nie tylko świetnym wojownikiem, ale również doskonałym politykiem i strategiem. Po zdobyciu władzy szogun Tokugawa wprowadził szereg reform, które na prawie dwa i pół wieku zapewniły Japonii pokój wewnętrzny, jak też ochronę przed dominacją obcych mocarstw. Wprowadził on politykę izolacji kraju oraz skomplikowany system nadzoru nad *daymio*, którzy z kolei zmuszeni byli zorganizować system nadzoru nad swoimi *lennami*. W okresie izolacji Japonia rozwijała się jedynie, wykorzystując własne zasoby i idee. Ieyasu Tokugawa przeniósł stolicę z Kioto do Edo, czyli dzisiejszego Tokio, przyczynił się do rozwoju gospodarczego kraju, kształtowania relacji społecznych i określonego światopoglądu Japończyków.

Po trwających prawie dwa i pół wieku rządach klanu Tokugawa mieszkańcy Kraju Kwitnącej Wiśni, nie potrafiąc pogodzić się z następującą od połowy XIX wieku ekspansją obcokrajowców, obalili szogunata, rozpoczynając nowy okres rozwoju polityczno-społeczno-gospodarczego Japonii. Zainicjowany został okres szybkiej industrializacji i unowocześniania państwa, jednakże następował on z dużym opóźnieniem w stosunku do krajów europejskich. Korzenie tego nowego systemu głęboko tkwią w historii i tradycji japońskiej.

W rozwoju Japonii, po obaleniu szogunatu, można wyróżnić następujące okresy (epoki) nazwane przez panujących cesarzy:

- Meiji (1868–1912),
- Taisho (1912–1926),
- Showa (1926–1989),
- Heisei (od 1989 roku).

Pierwsza z wymienionych epok – Meiji – była czasem rządów cesarza Matsuhito, obalenia szogunatu i rozpoczęcia modernizacji Japonii na wzór

europijski. Reformy wprowadzono pod hasłem politycznej i ekonomicznej obrony przed agresją Zachodu [Nowa Encyklopedia 1996, t. 4, s. 149]. Okres ten charakteryzował się wolną konkurencją, dążeniem do maksymalizacji zysków i dość słabą pozycją rządu [Teranishi 2000, s. 43]. Brak silnego mieszczaństwa powodował, że inicjatywy gospodarcze, szczególnie dotyczące industrializacji kraju, zmuszone było podejmować państwo.

Rynek kapitałowy (wzorowana na brukselskiej giełda w Tokio powstała 15 maja 1878 roku) zaczął odgrywać coraz ważniejszą rolę w gospodarce, pełniąc przypisane mu funkcje – służył generowaniu kapitałów i wycenie aktywów. Powstające duże przedsiębiorstwa – nazywane *zaibatsu* – stanowiące swoistą dla Japonii formę monopolu, pozyskiwały na nim środki finansowe na rozwój. Obrót papierami wartościowymi był bardzo aktywny, natomiast posiadanie krzyżowe akcji rzadkie [Hoshi, Kashyap 2001, s. 3]. Znaczenie banków było duże, ale nie dominujące, a ich liczba powiększała się z roku na rok. W 1881 roku działało ich 90, w roku 1889 – 210, a w roku 1900 już 2060 banków.

Ówczesny system finansowy był bardzo zbliżony do obecnego systemu amerykańskiego, charakteryzującego się dużą rolą rynku kapitałowego, maksymalizacją dywidend i wynagrodzeń menedżerów, angażowaniem zewnętrznych dyrektorów [Dore 2000, s. 32–33].

W drugim okresie – Taisho (1912–1926) – Japonia była już silnym państwem kapitalistycznym rządzonym przez partie polityczne, biurokrację, kręgi wielkiej finansjery i kliki wojskowe, które dążyły do realizacji celów ekspansjonistycznych, poszerzenia terytorium i wpływów politycznych. Znaczenie *zaibatsu* znacznie się zwiększyło zarówno w sferze gospodarczej, jak i politycznej. Było ono spółką rodzinną, do której należał kapitał akcyjny głównej spółki (*honsha*). Z kolei *honsha* posiadała akcje określonego zbioru spółek produkcyjnych, finansowych i handlowych i miała pełną kontrolę nad ich działalnością operacyjną. Dopiero w latach trzydziestych XX wieku zaczęto sprzedawać ich akcje inwestorom wewnętrznym. Pracownicy *zaibatsu* byli bardzo silnie związani z daną rodziną, a także z pozostałymi pracownikami holdingu. Dochody *zaibatsu* były dzielone z pracownikami, np. menedżerowie otrzymywali bardzo wysokie wynagrodzenia i inne bonusy. Przedsiębiorstwo to stało się specyficzną japońską organizacją.

W okresie Taisho pozycja rządu była już znacznie silniejsza [Yamada 2000]. Pokazał on swoją sprawność, organizując pomoc przedsiębiorstwom w okresach recesji, które miały miejsce w 1920 i 1927 roku, czy też po tragicznym w skutkach trzęsieniu ziemi w 1923 roku²⁶. Jednakże rząd pod wpływem klik wojskowo-finansowych zaczął prowadzić ekspansjonistyczną politykę i nie obawiał się podejmować kosztownych działań wojennych. Gospodarka

²⁶ W celu zdobycia pieniędzy na te cele rząd emitował obligacje, które następnie wykupione zostały przez Postal Saving System. Warto nadmienić, że japońska poczta do dziś pozostaje największą instytucją finansową zajmującą się indywidualnymi depozytami i kredytami, ubezpieczeniami na życie oraz usługami pocztowymi.

skupiać się zaczęła na realizacji celów nakreślonych przez rząd, a polityka ta wspierana była odpowiednią ideologią, narastaniem ingerencji państwa w gospodarkę, stopniowym pomniejszaniem funkcji i znaczenia rynku kapitałowego i rosnącą rolą banków.

Trzecia epoka – Showa – trwała sześćdziesiąt lat. Dzieli się ona na trzy podokresy, a mianowicie okres wojny piętnastoletniej, obejmujący lata 1930–1945, okres okupacji amerykańskiej (1945–1951) oraz okres rządów konserwatystów i ekspansji gospodarczej, przypadający na lata 1951–1989 [Nowa Encyklopedia 1996, t. 2, s. 141–142].

Okres wojenny obejmuje czas przygotowań Japonii nie tylko do agresji na kraje sąsiedzkie, ale także do przystąpienia do globalnego konfliktu, czyli II wojny światowej. Produkcja *zaibatsu* nabrała charakteru paramilitarnego, a realizując zamówienia rządowe na potrzeby wojenne, pozyskiwały one potrzebne kapitały głównie z banków. Co więcej, niektóre banki stały się odpowiedzialne za finansowanie określonych, ważnych z militarne punktu widzenia przedsiębiorstw. Przyczyniło się to do powstania bardzo silnych więzi pomiędzy bankami i niektórymi przedsiębiorstwami, czyli do scentralizowanego finansowania bankowego (*bank centered financing*). Ówczesna gospodarka podporządkowana została celom militarnym, których realizacja podbudowana została odpowiednią ideologią i wykorzystaniem tradycji japońskiej.

Lata 1945–1951 to okres nazywany okupacją amerykańską. Japonia po przegranej wojnie, w której poniosła bardzo duże straty materialne i ludzkie, po raz pierwszy w swojej historii stała się krajem okupowanym. Nie mieściło się to w kształtowanej przez wieki japońskiej mentalności (*bushido*). Kraj znalazł się w bardzo trudnej sytuacji. Gospodarka była zrujnowana, fundusze krajowe niedostateczne w stosunku do potrzeb inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa japońskie miały ogromne długi wobec banków i samych siebie. Realizując politykę demilitaryzacji Japonii, Amerykanie konsekwentnie egzekwowali gwarancje finansowe udzielone przez rząd japoński podmiotom gospodarczym produkującym na potrzeby wojenne, a także kontrybucje.

Realizację celu amerykańskiej powojennej polityki, jakim było złamanie siły militarnej Japonii, warunkowała likwidacja *zaibatsu*. W 1948 roku ustanowiono prawo zakazujące używania nazw, znaków handlowych i logo *zaibatsu* (zniesione w 1952 roku), a także wprowadzono zakaz tworzenia holdingów, który zniesiony został dopiero w 1998 roku. Zwolnieni zostali wszyscy menedżerowie najwyższego szczebla tych podmiotów. Amerykanom udało się rozwiązać 10 z 31 takich przedsiębiorstw. Pozostałe poddano restrukturyzacji polegającej na ich podziale poprzez sprzedaż akcji na rynku kapitałowym.

Zmiany te miały bardzo poważne implikacje, gdyż dotyczyły ponad jednej trzeciej kapitału zainwestowanego przez wszystkie korporacje japońskie w 1945 roku. Działania te zniszczyły *zaibatsu*, ale nie rodziny będące ich właścicielami.

W 1949 roku zniesiono zakaz krzyżowej własności akcji i spółki rozpoczęły wzajemne nabywanie swoich akcji w ramach procesu dekapitalizacji i obrony przed wykupem przez firmy zagraniczne. Był to sposób wykluczenia (szczególnie w latach sześćdziesiątych) wrogich przejęć ze strony inwestorów zagranicznych, głównie amerykańskich [Dore 2000, s. 34]. Rząd japoński podjął decyzję o kontroli inwestycji zagranicznych i racjonowaniu kapitału.

Banki wyszły z zawieruchy wojennej w stosunkowo dobrej kondycji finansowej, a generowanie kapitałów na rozwój przyczyniało się do wzrostu ich znaczenia w gospodarce. Wkrótce stały się one centrum systemu finansowania odbudowy i rozwoju Japonii, które następowały pod hasłem „zjednoczeni w rozwoju”. Były one jedynym źródłem kapitału dla przedsiębiorstw, ponieważ finansowanie kapitałami zagranicznymi było zakazane [Hoshi, Kashyap 2001, s. 6]. Dawały też jedyną możliwość lokowania oszczędności gospodarstwom domowym, od których niskie odsetki ustalało państwo. Ówczesna rola banków polegała przede wszystkim na przyjmowaniu lokat i udzielaniu kredytów. Powstawał bardzo silny związek pomiędzy bankiem a firmami w zakresie pozyskiwania i udzielania kredytów, krzyżowego posiadania akcji i relacji osobowych. Minister finansów (bardzo szerokie uprawnienia) stał na czele systemu finansowego i konwojował banki, stąd nazwa system konwojowania (*convoyed system*) [Okumura 1984].

Jedną z cech japońskiego systemu finansowego po II wojnie światowej było rozdzielenie działalności bankowej i obrotu papierami wartościowymi. Określał to punkt 65 Securities and Exchange Act z 1948 roku, zakazujący bankom obrotu papierami wartościowymi [Hamao, Hoshi 2000, s. 105].

W konsekwencji polityki prowadzonej w okresie okupacji amerykańskiej około 1955 roku ukształtowały się systemy finansowy i nadzoru korporacyjnego zupełnie inne od tych, które istniały poprzednio. Duży wpływ na ich kształt wywarły regulacje amerykańskie dotyczące prawa spółek, szczególnie w zakresie ich form prawnych i instytucji. System ten nie był oparty na efektywnym rynku kapitałowym i obiektywnej wycenie dokonywanej przez ten rynek. Implikował zmiany w corporate governance, gdyż w okresie dominacji gospodarki nadzorowanej przez państwo coraz większego znaczenia nabierali menedżerowie spółek, a szczególnie zarządzający bankami [Jerzemowska 2002, s. 80].

System funkcjonujący i rozwijający się do lat siedemdziesiątych nazywany jest *main bank system* lub *keiretsu*. Pojęcie *kigyō keiretsu* (*enterprise alignments*), trudno przetłumaczalne na języki obce, zaczęło funkcjonować już w czasie II wojny światowej. Po jej zakończeniu zaczęły go tworzyć spółki czterech głównych *zaibatsu*. Definicja *keiretsu* ulegała zmianom, ale określała, że dany bank stawał się głównym organizatorem kapitałów dla przedsiębiorstwa oraz świadczył mu wszystkie inne usługi finansowe. Miał obowiązek ratowania danej spółki w przypadku zaistnienia trudnej sytuacji finansowej.

Struktura ta obejmuje nie tylko filie (50% kapitałów własnych), spółki afiliowane (20% kapitałów własnych), lecz również dużą liczbę podwykonaw-

ców (*subcontractors*), którzy ze względu na ścisłość powiązania dzieleni są na stopnie. Podobnie spółki afiliowane są zróżnicowanymi pod względem uprawnień partnerami spółki matki [Hoshi, Kashyap 2001]. Jest to więc system (sieć) powiązań bank–przedsiębiorstwo, niebędący instytucją prawną, w którym większość dużych przedsiębiorstw posiada bank główny [Milhaupt 2001].

Japoński system banku centralnego do lat siedemdziesiątych składał się z trzech uzupełniających się elementów [Finance governance 2000]: określonego rodzaju relacji kontraktowych pomiędzy bankami i spółkami, specyficznych wewnętrznych relacji bankowych (delegacja monitorowania), określonego zbioru mierników regulujących depozyty bankowe i ich gwarancje, ograniczenia finansowania i uzyskiwanie kredytów. Identyfikują go trzy cechy:

- jest największym kredytodawcą danego klienta, pokrywającym od 15 do 25% jego zapotrzebowania na kapitał obcy, a prawdopodobnie w większym jeszcze stopniu partycypuje w finansowaniu mniejszych firm;
- jest właścicielem istotnego bloku akcji spółki klienta (5–10%);
- menedżerowie banku są zwykle członkami kadry menedżerskiej klienta, szczególnie w okresie trudnej sytuacji finansowej spółki.

Cechy charakterystyczne grupy to: krzyżowe posiadanie akcji w ramach danej grupy, regularne spotkania prezydentów korporacji (*sacho-kai*) do niej należących, w zasadzie akcjonariuszy kontrolujących daną korporację, tworzenie wspólnych przedsiębiorstw przez członków grupy, udzielanie członkom grupy preferencyjnych kredytów przez główny bank, istnienie w grupie *sogo shosha*, czyli dużej korporacji handlowej, tworzącej rdzeń jednoczący spółki grupy. Dokonuje ona transakcji w ramach grupy, odpowiada za ich powiększanie, koordynuje projekty mające na celu ekspansję międzynarodową. Kolejna cecha to korzyści wynikające z synergii grupy, szczególnie bezpośrednie wykorzystanie dysproporcji płacowych istniejących w gospodarce (wynagrodzenia w małych i dużych spółkach); pomniejszanie ryzyka dużych korporacji poprzez wykorzystanie powiązanych przedsiębiorstw [Hoshi, Kashyap 2001, s. 3]²⁷.

W 1949 roku, w ramach procesu dekapitalizacji, spółki zaczęły wzajemnie nabywać swoje akcje [Dore 2000, s. 32–33]. Po 1952 roku spółki zaczęły przyjmować nazwy swoich dawnych *zaibatsu* lub też nowe spółki przyjmowały ich nazwy.

Do końca lat sześćdziesiątych powstało sześć grup wzajemnie powiązanych spółek produkcyjnych i instytucji finansowych, tworząc *enterprise groups*, czyli *keiretsu*. W grupach tych szczególnie ważną rolę (rdzeń) pełniły banki, które, jak wcześniej wspomniano, ucierpiały najmniej w okresie wojny

²⁷ Warto nadmienić, że japońska poczta do dziś pozostaje największą instytucją finansową zajmującą się indywidualnymi depozytami i kredytami, ubezpieczeniami na życie oraz usługami pocztowymi – por. [Yamada 2000].

i okupacji amerykańskiej, a pomogły przeorganizować się wielu firmom. Mimo że były one największymi akcjonariuszami, to nie wywierały bezpośredniego wpływu na działalność operacyjną spółek. W połowie lat siedemdziesiątych banki posiadały jedną szóstą spółek notowanych na giełdzie tokijskiej. Trudności związane z transferem informacji powodowały, że relatywne finansowanie (*relational financing*) zaczęło zmierzać do integrowania monitorowania *ex post*, bieżącego i *ex ante*. Jego zadaniem było pomniejszenie asymetrii informacji dotyczącej organizacyjnych i zarządczych możliwości wdrażania i doskonalenia technologii zagranicznych przez spółki zaciągające kredyty na te cele. Bank główny (*main bank*) miał przewagę informacyjną wynikającą z ciągłych kontaktów i monitorowania kredytobiorców. Ponadto banki te mogły wymuszać na swoich dłużnikach stosowanie określonych struktur governance i podpisywanie kontraktów, których zapisy dawały im duże uprawnienia. Natomiast stopień ingerencji banku w sprawy spółki uzależniony był od jej kondycji finansowej [Aoki, Ding 2000, s. 19–27]. Relacje *main bank* oznaczały zatem ustanowienie długookresowych relacji z określonym przedsiębiorstwem, wspomaganie działalności tego przedsiębiorstwa i przejmowanie jego ryzyka [Koyama 2003]. Stąd też można je zdefiniować, jako „wiązkę relacji” [Aoki 1994, s. 344]. Korzyści wynikające z istnienia takiego systemu były wówczas znacznie wyższe niż koszty.

Ocena długookresowej efektywności interwencji bankowych nie jest łatwa ani jednoznaczna [The Japanese 1994, s. 1–50]. Niektórzy autorzy uważają, że nie ma dowodów, że banki główne pełnią szczególną rolę w odniesieniu do przedsiębiorstw [Hall, Weinstein 1994, s. 64–65]. Według niektórych opinii, działania te z reguły powodowały poważne koszty dla banków, a wyniki spółek niewiele się poprawiały. Nie było bowiem programów indywidualnych, dostosowanych do sytuacji konkretnej spółki, a rutynowe działania okazywały się mało efektywne [Hall, Weinstein 1994, s. 179]. Inni podkreślają, że główną siłą systemu *main bank* jest jego aktywna rola w dyscyplinowaniu menedżerów, redukcja kosztów reorganizacji i restrukturyzacji przedsiębiorstwa w trudnej sytuacji finansowej oraz pomniejszanie kosztów agencyjnych finansowania obcego [Sheard 1994].

Z kolei niektórzy z autorów za kluczową zaletę tego systemu uważają koncentrację zadłużenia spółek w określonych bankach. Było to szczególnie istotne w momencie wystąpienia trudności finansowych w przedsiębiorstwie, gdyż bank posiadał odpowiednie informacje i pomagał wdrażać adekwatne działania naprawcze. Był stałym, dobrze poinformowanym i oddanym źródłem kapitałów, pomocnym w trudnej sytuacji finansowej i przyczyniającym się do wzrostu efektywności działania spółek [Schaede, Hoshi, McMillan 1997]. Zasadniczym zadaniem systemu *main bank* jest pokonywanie słabości rynku kapitałowego, uzyskanie odpowiednich korzyści podatkowych lub połączenie tych celów [Hayashi 2000, s. 60].

System finansowy *keiretsu* osiągnął dojrzałość pod koniec lat siedemdziesiątych. Jego koszty stale rosły, a korzyści z jego stosowania zmniejszały się

wraz z pogłębianiem się rynku kapitałowego i rozwojem firm [Hayashi 2000, s. 191 i 197]. Na 21 313 spółek notowanych na giełdzie tokijskiej w marcu 1997 roku tylko 109 należało do jednej z sześciu grup.

W okresie kryzysu paliwowego w 1973 roku brak rozwiniętego rynku papierów dłużnych stał się problemem. Koniecznością było otwarcie rządowego rynku obligacji, rozpoczynające proces deregulacji i transformacji systemu finansowego. Rozluźniono regulacje dotyczące emisji obligacji i wymiany zagranicznej. Przeprowadzona w 1980 roku nowelizacja Foreign Exchange Act umożliwiła napływ do Japonii kapitału zagranicznego i jego generowanie poza granicami kraju. Wolniej natomiast postępowała deregulacja rynku akcji.

Rekapitulując powyższe rozważania, można stwierdzić, że epoka Showa nie przyczyniła się do wzrostu znaczenia rynku kapitałowego i obiektywnej wyceny. Natomiast powoli zaczęły być widoczne słabości wynikające z jego ograniczonego znaczenia i funkcji.

Kolejna czwarta epoka rozpoczęła się w 1989 roku. Cesarz Hirohito nadał jej nazwę Heisei, czyli „budowanie pokoju”. Późne lata osiemdziesiąte i początek dziewięćdziesiątych to czasy *bubble economy*. W konsekwencji sytuacji gospodarczej kraju i uwarunkowań międzynarodowych bardzo wzrosły ceny akcji, a szczególnie wartość gruntów i nieruchomości. Obniżone stopy procentowe pozwalały pozyskiwać tanie kapitały z instytucji finansowych. Następujący gwałtowny wzrost wartości (wyceny) nie miał racjonalnych, obiektywnych, ekonomicznych przesłanek.

Japonia nie posiadała odpowiedniego systemu nadzoru korporacyjnego, który pozwoliłby na przewidzenie i ograniczenie skutków zaistniałej sytuacji. Pęknięcie bańki spekulacyjnej miało ogromne konsekwencje dla banków, kredytobiorców korporacyjnych i właścicieli nieruchomości. Od grudnia 1989 do października 2003 roku Indeks Nikkei 225 obniżył się o prawie 75%, ceny ziemi zmniejszały się od 1991 roku przez dwanaście kolejnych lat, gruntów budowlanych o 39,7%, komercyjnych o 65%, a jeszcze więcej w regionach miejskich [Patrick 2004].

Rozpoczęta w połowie lat dziewięćdziesiątych deregulacja systemu finansowego miała na celu nie tylko skorygowanie bańki spekulacyjnej, ale przede wszystkim sprostanie narastającej konkurencji w globalnej gospodarce. Celem podejmowanych reform było „promowanie zdrowego rozwoju rynków finansowych poprzez efektywną konkurencję, tworzenie zachęt dla instytucji finansowych do lepszego służenia klientom i wprowadzenie zróżnicowanej oferty nowych produktów bankowych” [The Financial 1994].

W połowie lat dziewięćdziesiątych wprowadzono wymogi dotyczące jasności procedur regulacyjnych, liberalizacji zarządzania funduszami, rynku kapitałowego i międzynarodowych transakcji kapitałowych [Packer 2000, s. 118–120].

Czynniki polityczne i gospodarcze powodowały dalsze zmiany systemu finansowego (deregulację), a szczególnie redukcję zjawiska *bank-centered financing*. Duże spółki o międzynarodowym zasięgu działalności pomniejszały

stopniowo swoje uzależnienie od banków, które zaczęły udzielać kredytów małym i średnim przedsiębiorstwom, niemającym ustabilizowanych relacji z tymi podmiotami. W ten sposób zaczął się rozpadać system oparty na długookresowych bezpośrednich relacjach bank–spółka, a zatem system *keiretsu*. Przedsiębiorstwa zaczęły pomniejszać zależność od kredytów bankowych i w konsekwencji redukowały liczbę dyrektorów w radzie wyznaczonych przez te instytucje. To z kolei uszczupliło zdolność banków do monitorowania klientów i spowodowało, że wiele interwencji mających na celu sanację spółki nie kończyło się sukcesem.

Okres kryzysu japońskiego można podzielić na trzy etapy²⁸. Pierwszy z nich obejmuje lata 1990 do 1997 roku, kiedy załamały się ceny aktywów i rozpoczął się okres słabego wzrostu. O głębokości tego kryzysu może świadczyć to, że w latach 1990–1993 spółki notowane na giełdzie tokijskiej straciły przeciętnie 57% wartości rynkowej, co przełożyło się bardzo niekorzystnie na sytuację banków [Nakaso 2001]. W tym czasie rząd podejmował pierwsze interwencje na rynku finansowym, tworząc podstawy dla dalszych reform. Trudności i opóźnienia działań sanacyjnych przekształciły się w drugi kryzys obejmujący lata 1997–1999, w którym wprowadzono bardzo surowe wymogi odnośnie do uzyskania kredytu oraz ograniczenia dla wzrostu zadłużenia. Natomiast w trzecim okresie kryzysu – trwającym od 1999 do 2003 roku – nastąpiło ożywienie na rynku kredytów, które wynikało z działań podjętych w fazie drugiej [Hoshi, Kashyap 2009].

Hoshi i Kashyap uważają, że trzy czynniki są odpowiedzialne za powstanie kryzysu, a mianowicie: polityka, która chroniła nieefektywne firmy i ich pracowników przed makroekonomicznymi szokami lat dziewięćdziesiątych, bardzo powolna deregulacja – szczególnie poza sektorem produkcyjnym – oraz słabość polityki monetarnej i fiskalnej [Hoshi, Kashyap 2011].

Kryzys ten był bezprecedensowy w zakresie skali oraz ostrości, a działania podejmowane dla jego przezwyciężenia były długie i kosztowne. Całkowita kwota przekazana na złe kredyty (7% GDP) od kwietnia 1992 roku do marca 2000 roku wynosiła 17% GDP [Milhaupt 2001].

Ukoronowaniem trwających dwadzieścia lat prób sanacji gospodarki było opracowanie pakietu reform zwanego „Big Bang”. Zmiany legislacji dokonywane w ramach tego programu realizowanego od 1996 roku miały za zadanie uczynienie z rynków kapitałowych instytucji „wolnej, rzetelnej, otwartej i konkurencyjnej”. Wymuszone przez reformy korekty prawa i powstanie nowych podmiotów miało na celu przyspieszenie procesu restrukturyzacji banków i korporacji²⁹. Rząd zreorganizował i wzmocnił nadzór nad systemem finansowym, wydzielając go z Ministerstwa Finansów i tworząc Financial

²⁸ Zgodnie z interpretacją MFW kryzys występuje, gdy: wskaźnik aktywów nieprzynoszących zysków do całkowitej wartości aktywów przewyższa 2% PKB, koszt operacji naprawczych wynosi co najmniej 2% PKB.

²⁹ Instytucje te to: Resolution and Collection Corporation (RCC), Industrial Revitalization Corporate of Japan (IRCJ), the Civil Rehabilitation Law.

Services Agency (FSA). Jego celem było również dokonanie radykalnych zmian w Foreign Exchange Act, zniesienie licencjonowania obrotu papierami wartościowymi i jego koncentracji, zmiana roli (administrowania) Ministerstwa Finansów, polegająca na przejściu z utrzymywania i rozwijania działalności przemysłowej na kontrolowanie jej zgodności z prawem oraz utworzenie SEC, które przejęło od rządu zarządzanie rynkiem finansowym i sprawowanie nad nim kontroli. Szczególnie istotne były dążenia do zmiany polityki z biurokracji na gospodarkę rynkową, poważna deregulacja gospodarki i wprowadzenie konkurencji, a przede wszystkim wyrugowanie modelu społecznego ukształtowanego w latach czterdziestych [Yamada 2000].

Na wiosnę 2001 roku nastąpiła pełna liberalizacja rynku kapitałowego i konkurencji pomiędzy podmiotami oferującymi zróżnicowane usługi finansowe.

Japoński rynek kapitałowy dzięki reformom Big Bang stał się dobrze rozwinięty i uregulowany, ale dyscyplina rynkowa i nadzór nie są jeszcze wystarczająco dobre. Inwestorzy zagraniczni stali się jego aktywnymi uczestnikami, wciąż powiększa się liczba i znaczenie inwestorów instytucjonalnych. Do słabości rynku kapitałowego można zaliczyć duże obciążenia firm wynikające ze spłaty zadłużenia i ograniczone możliwości emisji papierów wartościowych. Rola rynku fuzji i przejęć rośnie, zarówno w relacji do firm japońskich, jak i firm zagranicznych [Patrick 2004]. Ceny akcji nabrały znaczenia jako sygnały dla inwestorów i menedżerów spółek, wzmocnione zostały standardy i procedury rachunkowości oraz audytu. Jednak stałość akcjonariatu i predylekcja krajowych inwestorów instytucjonalnych do wspierania menedżerów nawet firm znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej nie służą poprawie corporate governance.

Należy wspomnieć, że Companies Act of Japan, opublikowany w maju 2006 roku (zmienił zasadniczo Commercial Code of Japan), spowodował, że corporate governance stało się jednym z ważniejszych problemów dla przedsiębiorstw japońskich. Doprowadził on również do znowelizowania regulacji przez giełdę tokijską. Opracowano też kolejną korektę prawa spółek, którą w maju 2012 roku przesłano parlamentowi japońskiemu do zaakceptowania.

Japonii udało się wyjść z kryzysu dopiero na początku XXI wieku, ponosząc stosunkowo niewielkie w stosunku do jego skali koszty społeczne (np. VAT wzrósł z 3% do 5%). Jednakże początkowo krytykowano politykę rządu w zakresie przewycięzania tej niezmiernie trudnej sytuacji gospodarczej, zarzucając mu opieszałość i zbyt powolną reakcję, opóźnienia we wdrażaniu narzędzi naprawczych, błędy w działaniu, nazywając ten okres „straconą dekadą”. Dopiero kryzys finansowy, który opanował świat w 2007 roku, zmienił ocenę działań sanacyjnych podjętych przez rząd japoński. Stwierdzono, że były one właściwe, rozważne oraz w sposób kompleksowy, racjonalny i konsekwentny służyły rozwiązywaniu problemów. Doświadczenia japońskie stały się wzorem do naśladowania dla krajów, które znalazły się w kryzysowej sytuacji.

4.2. Charakterystyka japońskiego modelu nadzoru korporacyjnego

Japonia przez wieki rozwinęła unikalny model corporate governance, na którego kształt istotny wpływ wywarł system polityczny, prawny, kulturowy oraz gospodarczy.

W krajach Europy kontynentalnej i Japonii korporacja traktowana jest jako instytucja posiadająca własną osobowość, charakter i aspiracje. Jej cele obejmują interesy wielu grup – inwestorów, pracowników, dostawców, klientów i menedżerów – ale nie mogą być tożsame z interesami żadnej z nich. Międzynarodowe sukcesy firm japońskich (również niemieckich) w zakresie konkurencji wynikają z koncentracji na budowie relacji opartych na zaufaniu z interesariuszami (konsultacje), uwzględniania ich partykularnych interesów i elastycznego dostosowania się do zmian na rynku. System ten przypisuje duże znaczenie kapitałowi ludzkiemu i zaangażowaniu pracowników. Tradycyjnie decyzje podejmowane są w aspekcie ochrony interesów pracowników, będących ważnym czynnikiem rozwoju specyficznych zasobów firmy. Japońska korporacja jest zatem organizacją społeczną a nie wiązką prywatnych kontraktów. Z natury rzeczy postrzegana jest jako instytucja socjalna, mająca społeczne obowiązki, a kształtowanie jej modelu nadzoru korporacyjnego pozostaje w centrum zainteresowania społecznego [Corporate Governance. Accountability 2005, s. 328–329].

Japoński model nadzoru korporacyjnego składa się z podwójnej struktury zarządczej – rady dyrektorów, która sprawuje funkcje strategicznego decydenta, oraz rady audytorów, która dokonuje audytu działalności menedżerów w zakresie biznesu i poszanowania prawa, w aspekcie *ex post* i z wyłączeniem procesu podejmowania decyzji. Rada dyrektorów nie posiada rzeczywistej siły decyzyjnej, gdyż należy ona do menedżerów zarządzających. Większość tego organu stanowią dyrektorzy zarządzający (wewnętrzni), będący pracownikami spółki. W jej skład wchodzi menedżerowie najwyższego szczebla, emerytowani dyrektorzy spółki oraz nieliczni dyrektorzy firm powiązanych, a zatem w swej istocie japońska rada dyrektorów jest poszerzeniem zarządu firmy. Rząd ingeruje w zarządzanie spółkami poprzez kreowanie narzędzi polityki gospodarczej oraz wykorzystywanie tradycji *amakudari*, polegającej na zatrudnianiu emerytowanych członków rządu jako dyrektorów w radach nadzorczych prywatnych spółek. Tworzy to kanał przepływu informacji i daje rządowi możliwość interweniowania w kształtowanie sposobu zarządzania spółkami. Z tego powodu nadzór menedżerów nad prawidłową alokacją zysków pomiędzy grupy udziałowe a struktury korporacji i ujawnianie tego podziału są niezbędne. W ten sposób rada dyrektorów przejmuje odpowiedzialność społeczną, gdyż obowiązek kontrolowania działań menedżerów przyczynia się do przejrzystości rynku. Wszelkie nieprawidłowości w tym względzie powodują, że dyrektorzy nie są w stanie koordynować w odpowiedni sposób interesów poszczególnych interesariuszy.

Firmy japońskie mogą zatrudniać dwa rodzaje audytorów – audytorów statutowych (*statutory auditors – kansayaku*) i niezależnych audytorów księgowych (*independent accountant auditors – kaikeikansanin*). Uregulowania dotyczące ich mianowania i odpowiedzialności różnią się w zależności od wielkości i rodzaju przedsiębiorstwa. Spółki akcyjne zobligowane są do angażowania audytorów statutowych, którzy nie muszą być księgowymi ani też profesjonalistami w dziedzinie ekonomii. Są oni wybierani przez zgromadzenie akcjonariuszy. W dużych spółkach musi ich być trzech, a jeden z nich pochodzić powinien „z zewnątrz”, a od 2005 roku co najmniej połowa członków musi być niezależna. Są oni odpowiedzialni głównie za nadzorowanie działalności operacyjnej spółki, tj. monitorowanie działalności dyrektorów zarządzających i zapewnienie, że nie są popełniane oszustwa i nie mają miejsca bezprawne działania.

Tradycyjny system audytorów wewnętrznych stanowiący kluczową instytucję japońskiego corporate governance został wzmocniony. Jego podstawową funkcją jest monitorowanie zgodności z prawem. Jednakże cechą specyficzną japońskiego nadzoru korporacyjnego, jaką jest rada audytorów, nie gwarantowała obiektywności ocen.

Zadaniem audytora księgowego, profesjonalisty o odpowiednio potwierdzonych kwalifikacjach i uprawnieniach, jest natomiast weryfikacja (audyt) sprawozdań finansowych spółki. Jest on wybierany przez zgromadzenie akcjonariuszy. Te dwie grupy audytorów powinny ze sobą ściśle współpracować. Jednakże jeśli audytor księgowy w trakcie badania sprawozdawczości finansowej stwierdzi występowanie nieprawidłowości, ma obowiązek poinformować o tym audytorów statutowych [Kanda 1998, s. 936–937]. W Japonii rola audytorów jest ograniczona w porównaniu do możliwości, jakie mają w Stanach Zjednoczonych. Mają oni wynikającą z tradycji niższą pozycję w stosunku do CEO i zwykle respektują jego decyzje również i z tego względu, iż zwykle są byłymi pracownikami spółki [Yamada 2000].

Obecnie zamiast statutowego systemu audytorów spółki mogą stosować system komitetowy (audytu, nominacji, kompensaty), opierając się na modelu amerykańskim [Nakamura 2003, s. 6–10]. Większość członków komitetów musi być dyrektorami niezależnymi. Dla menedżerów najwyższego szczebla niezasiadających w radzie wprowadzono *executive officer system*, który pozwala radzie na skupienie się na nadzorze i strategii, a nie na działalności operacyjnej spółek.

Przeгляд japońskiego nadzoru korporacyjnego pozwala stwierdzić, że model ten ulegał zmianom na przestrzeni lat. Do 1930 roku jego cechami charakterystycznymi były dominująca rola akcjonariuszy, nieangażowanie się banków w pomoc spółkom w trudnej sytuacji finansowej oraz brak ich przedstawicieli w radach dyrektorów spółek. W okresie wojny i okupacji, obejmującym lata 1930–1945, nadzór korporacyjny cechował się utratą znaczenia (siły) akcjonariuszy oraz zmianą roli banków. Zaczęły one pomagać firmom w trudnej sytuacji finansowej, a ich przedstawiciele coraz częściej stawali się członkami rad dyrektorów.

Korporacje japońskie, które rozwinęły się po II wojnie światowej, miały pewne specyficzne cechy behawioralne i strukturalne, a mianowicie większą wagę przywiązywały do wzrostu skali działania niż do rentowności, mało uwagi poświęcały akcjonariuszom i cenom akcji oraz transakcjom powiązanym wynikającym z krzyżowej własności akcji.

System corporate governance w okresie szybkiego rozwoju Japonii charakteryzował system *main bank*, krzyżowe posiadanie akcji, rady składające się z dyrektorów wewnętrznych, skoncentrowanie menedżerów na pracownikach, których byli silnymi reprezentantami. Presję oddziaływania rynku kapitałowego blokowała krzyżowa własność akcji [Yao 2009].

Jak już wcześniej stwierdzono, sieć wzajemnego posiadania akcji – *keiretsu*³⁰ – stała się cechą charakterystyczną japońskiego modelu nadzoru korporacyjnego [Gilson, Roe 1993]. Główny bank z reguły kredytuje działalność spółki, w której posiada udziały. Ma on też zwykle swoich przedstawicieli w radzie dyrektorów, których zadaniem jest wspomaganie menedżerów. Jednakże z reguły nie uczestniczą oni aktywnie w zarządzaniu, a ich ingerencja następuje wówczas, gdy firma wpada w kryzys finansowy [Aoki 1990, s. 1–27].

Korzyściami wynikającymi z tego układu jest specyficzna pozycja banków w gospodarce, lepsze informacje, jakie posiadają one na temat spółek i ich systemu finansowego, umożliwiające im sprawowanie efektywniejszej kontroli i polityki kredytowej. Jest to warunkowane i powodowane intensywnym monitorowaniem działalności firm i możliwościami pokonania asymetrii informacji oraz problemu *easy rider* [Hayashi 2000, s. 79].

Banki mogą posiadać do 5% akcji spółki, a instytucje finansowe nawet 40% [Kim, Hoskisson 1997, s. 181]. Podmioty te godzą się na te kosztowne i trudne obowiązki z chęci pozyskania i zachowania reputacji. Nadzór korporacyjny tych organizacji współtworzy również kultura Japonii. Powstaje w nich bowiem łańcuch różnorodnych formalnych i nieformalnych związków pomiędzy członkami grupy, które ją bardzo integrują i motywują do konkurencji o lepszą pozycję. Jak twierdzi T. Hoshi, w japońskim modelu nadzoru korporacyjnego często przyznaje się udziały dostawcom i klientom *keiretsu* w celu eliminowania ewentualnych problemów agencyjnych [Kim, Hoskisson 1997, s. 862].

Model ten był adekwatny dla lat osiemdziesiątych, ale stracił aktualność w latach dziewięćdziesiątych [Yao 2009].

Japoński system określany jest też jako nadzór korporacyjny typu *shacho*. *Shacho* to japoński CEO, a często też przewodniczący rady dyrektorów. Tego lidera spółki cechuje wysoka efektywność, śmiałość, wiarygodność, wysoki poziom intelektualny i kulturalny, łatwość komunikowania się, świetna

³⁰ System, w którym instytucje finansowe odgrywają ważną rolę w zakresie finansowania i governance dużych firm. Grupa utworzona przez firmy skoncentrowane wokół dużego banku komercyjnego. W Japonii istnieje sześć *keiretsu*: Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuyo, Sanwa i Dai-Ichi-Kangyo. Wyróżnia się pionowe i poziome *keiretsu*, które można uznać za takie same pod względem rozpatrywanych aspektów [Kim, Hoskisson 1997, s. 181].

znajomość celów spółki i metod ich realizacji. Zalety te jednakże nie będą miały znaczenia, jeśli nie będzie on osobą odpowiedzialną i zdeterminowaną, by maksymalizować wartość spółki w długim okresie. W rzeczywistości pozycja *shacho* zależy od jego osobistego, pełnego poświęcenia zaangażowania w realizację interesów akcjonariuszy, którzy zorientowani są na maksymalizację stanu posiadania. Realizacja tego celu nie byłaby możliwa bez zapewnienia odpowiedniej współpracy pracowników i menedżerów. Spółki japońskie dla uzyskania lepszej i efektywniejszej kooperacji wprowadziły unikalne narzędzia, takie jak system bonusów i plany opcji akcyjnych dla pracowników. Ich celem jest uzyskanie zgodności interesów akcjonariuszy i pozostałych interesariuszy spółki [Corporate Governance Principles 1997, s. 4].

W Kraju Kwitnącej Wiśni nie ma różnic pomiędzy formalnoprawnymi strukturami dotyczącymi dużych firm i koncernami zarządzanymi przez właścicieli, jak ma to miejsce w większości krajów europejskich. Linie demarkacyjną stanowią tu struktura operacyjna i funkcje ekonomiczne [Kay, Silberston 1995, s. 289]. W większości firm japońskich nie istnieje konflikt agencyjny pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami.

Najbardziej charakterystyczną i wyróżniającą cechą modelu japońskiego jest rola systemu bankowego jako źródła kapitału i ważnego uczestnika procesu podejmowania decyzji w korporacji [Literature Survey 2000, s. 7; Okabe 2009]. Typowe dla niego jest również stabilne, krzyżowe posiadanie akcji³¹, powodujące prawie zupełny brak wrogich przejęć [Hoshi 1998, s. 860]. Ma to zarówno dobre strony (redukcja asymetrii informacji poprzez ustalenie ścisłych relacji transakcyjnych), jak i złe – w postaci osłabiania monitorowania i dyscypliny w korporacji.

Według T. Hoshiego japoński system nadzoru korporacyjnego charakteryzują zorientowani na kontrolę akcjonariusze, posiadanie akcji przez wierzycieli i kredytowanie oparte na kontroli, zaangażowanie w zarządzanie spółką pracowników niemających formalnej reprezentacji w zarządzie, posiadanie akcji przez dostawców i klientów spółki oraz długoterminowe relacje z nimi, interwencjonizm państwa nieposiadającego akcji spółek [Hoshi 1998, s. 861–863].

Japońskie korporacje, mające różne style działania, zachowują się w sposób zbliżony w odniesieniu do takich kwestii, jak podejmowanie szkoleń specyficznych dla branży, różnych od tych specyficznych dla firmy, zapewnianie bezpieczeństwa i ciągłości zatrudnienia swoim pracownikom oraz stopień wykorzystania pozycji (siły) rynkowej, gotowość do podejmowania inwestycji lub działań rozwojowych, nawet jeśli nie będą one miały bezpośredniego przełożenia na wzrost cen rynkowych akcji.

³¹ Duże firmy japońskie są zwykle właścicielami większościowych pakietów akcji, którymi nie obracają. Badania wykazały, że inwestorzy indywidualni stanowiący 98% ogółu akcjonariuszy posiadają zaledwie 17% akcji. Ponadto stwierdzono, że tylko 20–30% wyemitowanych akcji pozostaje w obrocie [Tam 1999, s. 29].

Corporate governance, rozumianemu jako ramy dyscyplinujące działania korporacji, szczególnie odnoszące się do relacji pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami, przypisuje się różne funkcje [Kodeks 2009]. Kluczowe znaczenie ma ochrona i zapewnienie bezpieczeństwa uprawnień i interesów akcjonariuszy, a także pozostałych interesariuszy (których odpowiedzialność została powiększona) oraz budowa dobrych relacji pomiędzy nimi, mających podstawowe znaczenie dla maksymalizacji wartości korporacji. Działania ukierunkowane na skuteczną ochronę uprawnień i interesów wszystkich interesariuszy powinny być transparentne, wiernie i regularnie (na czas) publikowane. Ponadto rada dyrektorów, audytorzy i rada audytorów korporacji, ponoszące główną odpowiedzialność, muszą wypełniać wszystkie obowiązki, które na nich spoczywają.

Funkcje przypisywane corporate governance powinny być realizowane przez politykę przyjętą przez spółkę w tym zakresie. W praktyce model stanowiący zbiór polityk ulepszających nadzór korporacyjny nie powinien być jednakowy w każdym przedsiębiorstwie. Należy go odpowiednio adaptować do sytuacji danego podmiotu. Jednakże za najważniejsze należy uznać poszukiwanie metod lepszego wypełniania tych funkcji w świetle relacji koszt–korzyść.

Japoński model corporate governance ma trzy zalety [Okabe 2009]. Pierwszą stanowi przyjmowanie długoterminowego horyzontu przez menedżerów, ponieważ pracują oni zwykle bardzo długo w danej firmie i reprezentują interesy przyszłych jej menedżerów. Drugą zaletę stanowią relatywnie niskie koszty transakcyjne, ponieważ spółka jest dodatkowo monitorowana przez bank, który może minimalizować koszty nadzoru, wiele transakcji zawieranych jest na podstawie wzajemnego zrozumienia, bez pisemnych kontraktów lub prawnych dokumentów. Trzecią zaletą jest elastyczność restrukturyzacji korporacji, ponieważ interesy wszystkich interesariuszy stosunkowo łatwo mogą zostać uwzględnione.

Do zalet japońskiego systemu corporate governance należy zaliczyć również orientację na stabilność i wzrost. Przy założeniu konkurencji na rynku produktów wzajemne monitorowanie i selektywna interwencja akcjonariuszy większościowych uważane są za wysoce efektywne środki kontroli kosztów agencyjnych i transakcyjnych [Tam 1999, s. 29].

Natomiast wadą tego modelu jest mała przejrzystość i utrzymywanie w tajemnicy wielu informacji. Brak transparentności wynikający z wielości ukrytych zapisów w kontraktach dotyczących transakcji może prowadzić do nadużywania swobody działania przez menedżerów oraz konfliktów w globalnych międzynarodowych przedsiębiorstwach. Ponadto ogólność zapisów kontraktów może utrudniać dużą i szybką restrukturyzację korporacji. W konsekwencji problematyka corporate governance zredukowana jest do finansów korporacji.

Do słabości tego modelu można też zaliczyć pomijanie interesów drobnych akcjonariuszy oraz niejednoznaczne określenie roli rady dyrektorów

i dyrektorów zarządzających. Co więcej, rada nadzorcza nie zawsze wyposażona jest w odpowiednią władzę i możliwości w zakresie nadzoru korporacyjnego. Ani ona, ani zgromadzenie akcjonariuszy nie pełnią żadnej konkretnej funkcji, a jedynie wypełniają wymogi prawne.

Krzyżowa własność akcji sprządza zgromadzenie akcjonariuszy do ceremonii. Model ten nie jest też odpowiedni do przeciwstawiania się presji inwestycji zagranicznych i nie sprawdza się na globalnym rynku korporacji [Tam 1999, s. 28–29].

Stabilność krzyżowej własności akcji powstrzymuje rozwój rynku kontroli korporacji. Niektórzy uważają, że właśnie ta stabilność organizacji sprzyja długofalowemu wzrostowi i realizowaniu interesów wszystkich grup udziałowych. Krzyżowe posiadanie akcji jest nie tylko mechanizmem monitorowania, ale też służy kształtowaniu określonych struktur produkcyjnych [Gilson, Roe 1993]. Struktura wzajemnych powiązań pomiędzy spółkami jest czynnikiem przyczyniającym się do rozwoju gospodarki japońskiej [Gerlach 1992, s. 239]. Trudno byłoby bowiem menedżerom zewnętrznym uzyskać lojalność i efektywnie wykorzystywać zasoby spółki. W konsekwencji mniejszy nacisk kładziono by na podporządkowanie się dyscyplinie rynku kapitałowego i kontroli korporacji. Procesy wewnętrznej promocji i wyznaczania dyrektorów zewnętrznych stanowią efektywny substytut rynku kontroli korporacji [Sheard 1994, s. 1–68].

Cechą charakterystyczną klasycznego modelu japońskiego jest zatem stabilność akcjonariatu i krzyżowe (wzajemne) posiadanie akcji, które ma swe źródło w systemie bankowym, w którym bank będący liderem podejmuje się monitorowania spółki w imieniu innych banków i wierzycieli. Duże firmy japońskie są zwykle właścicielami większościowych pakietów akcji, którymi nie obracają.

Klasyczny japoński model corporate governance ma trzy cechy charakterystyczne. Po pierwsze – w odniesieniu do struktury własności – właścicielem akcji często jest główny bank, lub partner, co umożliwi uniknięcie problemu pryncypał agent. Po drugie, powiązane banki mogą odgrywać bardziej prominentną rolę w zarządzaniu spółkami. Mogą ingerować w zarządzanie firmami, szczególnie w czasie trudności finansowych, wysyłać swoich reprezentantów do rady dyrektorów oraz inicjować działania restrukturyzacyjne. Po trzecie, system zatrudnienia opiera się na dwóch głównych elementach – zatrudnieniu na całe życie (*lifetime employment*), polegającym na tym, że pracownik do końca swojej aktywności zawodowej związany jest z daną firmą, powoli wypracowując w niej kolejne awanse. Drugim elementem jest wynagrodzenie oparte na starszeństwie (*seniority-based pay* lub *age-based pay*), który wiąże wynagrodzenie z gwarancją (stałością) zatrudnienia. Korzyści z tego systemu obejmują lojalność, retencję i stabilność dla wszystkich pracowników, bez względu na wyniki działania. W celu ochrony interesów akcjonariuszy, wierzycieli i pracowników japoński model corporate governance skupia się na wzroście i udziale w rynku. Do początku lat dziewięćdziesiątych

zasadą było, że spółki nie zmieniały swoich banków głównych i system działał właściwie, generując zyski dla obu stron, ale w ostatniej dekadzie XX wieku sytuacja zmieniła się [Morita 2014].

Badania wykazały, że inwestorzy indywidualni stanowiący 98% ogółu akcjonariuszy posiadają zaledwie 17% akcji i tylko 20–30% wyemitowanych akcji pozostaje w obrocie [Tam 1999, s. 29]. Prowse obliczył, że w Japonii przeciętnie pięciu największych akcjonariuszy posiada 33% akcji w porównaniu do 25% w Stanach Zjednoczonych [Prowse 1996]. Należy zauważyć, że stabilnymi akcjonariuszami w tym kraju są też pozostali udziałowcy, a zatem następuje połączenie roli udziałowca i właściciela. Oddziaływanie indywidualnych akcjonariuszy jest natomiast minimalne.

Banki japońskie należą do dziesięciu największych akcjonariuszy publicznych spółek. Prawie 90% kapitałów obcych przedsiębiorstwa pozyskują od banków i instytucji finansowych. Wartości te są tak wysokie, gdyż banki są głównymi powiernikami oszczędności indywidualnych sięgających 20% dochodów ludności rocznie.

Firmy japońskie szczególną wagę przypisują rozwojowi i inwestowaniu w specyficzny kapitał ludzki warunkujący długoterminowy rozwój firmy. Nie pozwala on na pospieszną restrukturyzację zatrudnienia, co uważa się za zaletę modelu japońskiego, która powinna zostać zachowana. Wielu autorów wyznaje pogląd, że brak ekonomicznej efektywności nie powinien być korygowany przez zwalnianie pracowników, ale przez przemieszczanie ich. Redukcja zatrudnienia stanowić może transfer ryzyka operacyjnego na pracowników, a praktyka taka nie jest zgodna z etyką japońskiego rozumienia kapitalizmu i nadzoru korporacyjnego. Chociaż pracownicy firm japońskich nie mają formalnych mechanizmów kontrolnych nad podmiotami gospodarczymi, to i tak wywierają istotny wpływ na najważniejsze podejmowane w nich decyzje [Hoshi 1998, s. 861].

Niektórzy uważają, że mechanizm rynku japońskiego nie zawsze poprawnie funkcjonuje z powodu załamania rynku i regulacji administracyjnych. Japończycy nie mieli zaufania do cen akcji na swoim rynku kapitałowym, które w rzeczywistości nie były wolnymi cenami rynkowymi. Ich wartość rynkowa była zniekształcana przez krzyżową własność akcji niepodlegających obrotowi oraz przez interwencje ministerstwa finansów. Miało to również wpływ na japoński nadzór korporacyjny i dotyczyło przede wszystkim banków, które w Japonii (w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych) mogą posiadać akcje w spółkach, którym pożyczają pieniądze. Ta podwójna rola banków często uważana była za klucz japońskiego sukcesu menedżerskiego, gdyż powodowała redukcję kosztów agencyjnych korporacji, zapewniała lepsze monitorowanie podejmowanych decyzji, a także pozwalała menedżerom na podejmowanie zyskowych, ale bardzo ryzykownych długoterminowych przedsięwzięć, oferując im pewność całkowitego sfinansowania ich przez kooperujące banki. Powodowało to uzależnienie banków od sytuacji gospodarki. Aprecjacja cen akcji stanowiła istotne źródło kapitału pożyczkowego. Jednak-

że kryzys, który nastąpił po 1989 roku, spowodował zniknięcie ukrytych rezerw kapitałów własnych i zagroził wypłacalności banków oraz stabilności japońskiego systemu płatniczego. Sytuację pogarszała jeszcze „piramida aktywów”. Japonia nie posiadała systemu corporate governance, który mógłby pomniejszyć impet kryzysu.

Istnienie wzajemnych zależności pomiędzy spółkami a bankami powoduje, że te instytucje finansowe są zaangażowane w podejmowanie najważniejszych decyzji inwestycyjnych firm. Ich siła oddziaływania na sposób prowadzenia przedsiębiorstwa wynika z funkcji głównego finansisty, a nie akcjonariusza lub, jak w przypadku Niemiec, z przedstawicielstwa w radzie nadzorczej.

Od 1980 roku otoczenie japońskiej gospodarki drastycznie się zmieniało. Zmiany implikowane były ostrym zmniejszaniem się stopy wzrostu gospodarczego, co znacznie ograniczało zapotrzebowanie przedsiębiorstw na kapitały, szczególnie obce, rozpadaniem się krzyżowej własności akcji z powodu wzrostu wrażliwości na ryzyko związane z utrzymywaniem tych akcji oraz ogólnym trendem deregulacji. W konsekwencji tracić znaczenie zaczęły czynniki wspomagające monitorowanie firm japońskich. Wzrosło dyscyplinujące oddziaływanie rynku kapitałowego na przedsiębiorstwa na skutek powiększania się udziału inwestorów zagranicznych we własności akcji i ukierunkowanych na maksymalizację ROE. Jednakże presja ta była zbyt mała, aby zdyscyplinować japońskich menedżerów. Powstała „próżnia nadzoru korporacyjnego”, która stała się czynnikiem nadmiernego wzrostu cen aktywów (bańka spekulacyjna) w latach osiemdziesiątych, a następnie powodującym wydłużanie się recesji powstałej w ich rezultacie. Okres jej trwania nazywano „straconą dekadą” japońskiej gospodarki [Okabe 2009].

Zdaniem Mochizuki w Japonii nie było właściwie nadzoru korporacyjnego, a to z dwóch powodów [Mochizuki 1992]. Po pierwsze, według japońskiego podejścia aktywizm akcjonariuszy przeszkadza i szkodzi dobru firmy. Dywidendy są wypłacane jako procent od wartości nominalnej akcji spółki i z tego względu akcjonariusze nie powinni mieć nic do powiedzenia w odniesieniu do spraw spółki. Drugą przyczyną wynika z braku łączności pomiędzy akcjonariuszami i radą dyrektorów, co doprowadziło do scalenia zarządu i rady. Prawie wszyscy członkowie rad dyrektorów są pracownikami (ludźmi z wewnątrz), a jednocześnie menedżerami i członkami rady. Na skutek dopływu nieformalnych informacji oraz braku ingerencji w sprawy spółki ze strony akcjonariuszy istnieje mniejsze zapotrzebowanie na informacje pochodzące ze sprawozdań lub raportów, w porównaniu do wymogów istniejących w tym zakresie w innych krajach.

Obecnie uważa się, że kompetencje rady dyrektorów powinny być wyraźnie określone, gwarantując zarówno efektywne zarządzanie, jak i ostrożne rozliczanie, które są niezbędne spółce dla przetrwania na globalnym rynku. Formułowane są też postulaty dotyczące zmiany funkcji rady nadzorczej w celu dostosowania spółki do skomplikowanego rynku globalnego oraz

zapewnienia uczciwych i wiarygodnych doradców dla menedżerów [Corporate Governance Principles 1997, s. 5–6].

W Japonii występuje dwuszczeblowy system sprawozdawczości finansowej – sprawozdawczość wymagana przez kodeks handlowy (Commercial Code), która ma na celu bezpieczeństwo wierzycieli i bieżących inwestorów, oraz sprawozdawczość wymagana przez Securities and Exchange Law, zabezpieczająca generalnie potrzeby informacyjne obecnych i potencjalnych inwestorów, których wymagania w tym zakresie są bardziej szczegółowe.

Japonia jest krajem, w którym prawo ściśle reguluje rachunkowość. W odniesieniu do spółek akcyjnych kodeks precyzuje reguły uznawania, pomiaru i sprawozdawczości dotyczącej najważniejszych pozycji aktywów i pasywów. (Zasady dotyczące uznawania i pomiaru zdarzeń nazywane są japońskimi GAAP.) Spółki mają obowiązek sporządzania sprawozdań w formie skonsolidowanej i nieskonsolidowanej dwa razy do roku, a raport roczny musi być zbadany przez audytora będącego biegłym.

Wcześniej występował, mający podłoże historyczne, dualizm systemu rachunkowego zawartego w prawie spółek i prawie obrotu papierami wartościowymi. Prawo dotyczące spółek ukształtowane zostało na podstawie XIX-wiecznego prawa niemieckiego, natomiast prawo regulujące obrót papierami wartościowymi zostało przejęte ze Stanów Zjednoczonych po II wojnie światowej. Jednakże z biegiem lat standardy rachunkowości były harmonizowane w ramach tych dwóch systemów i spółki nie mają już problemów wynikających z ich rozbieżności [Kanda 1998, s. 937]. Obecnie podjęto prace mające na celu zapewnienie pełnej kompatybilności regulacji japońskich ze standardami międzynarodowymi.

Od wiosny 2003 roku prawo wprowadziło nadzór Financial Supervisory Agency (FSA) nad firmami zajmującymi się rachunkowością, nie zwracając uwagi na tendencje do zachowania samoregulacji [Yoshikawa, McGuire 2008, s. 5–24].

Krytyka japońskiego modelu nadzoru korporacyjnego nasiliła się w momencie zaistnienia kryzysu gospodarczego w ostatniej dekadzie XX wieku.

Proces transformacji corporate governance nabrał znaczenia i tempa na początku lat dziewięćdziesiątych [Patrick 2004]. Był on kompleksowy, gdyż zmiany dotyczyły wszystkich jego elementów – menedżerów najwyższego szczebla, relacji menedżerowie–pracownicy, akcjonariuszy, systemu *main bank*, rynków kapitałowych, audytorów zewnętrznych i polityki rządu [Patrick 2003]. Inicjatorem transformacji był rząd (*bureaucrat-led reforms*).

We wczesnych latach dziewięćdziesiątych (okres po deregulacji) nastąpiło rozluźnienie relacji bank–spółka; banki coraz rzadziej pomagały spółkom w trudnej sytuacji finansowej. Wynikało to z trudności finansowych, jakie zaczęły one odczuwać z powodu strat ponoszonych z tytułu złych kredytów. Od 1995 roku postępował wzrost aktywności akcjonariuszy, a udział przedstawicieli banków w radach dyrektorów stawał się coraz rzadszy [Hoshi, Kashyap 2001, s. 5–327].

W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku rząd japoński podejmował różne próby reformowania systemu corporate governance, który nie był zdolny do adaptacji do nowych warunków otoczenia. Zmiany miały trzy kierunki. Pierwszy, dotyczył nowelizacji prawa oraz regulacji odnoszących się do korporacji i ich fuzji, implementacji znowelizowanego Corporate Law i Certified Public Accountant Law, jak również publikacji zaleceń dotyczących wewnętrznego nadzoru w spółkach. Drugi kierunek dotyczył wzmocnienia mechanizmów rynkowych, w tym ułatwienia fuzji i przejęć oraz transakcji różnymi produktami finansowymi. Trzeci, polegał na dywersyfikacji struktur corporate governance poprzez zmianę prawa i regulacji, z których najważniejsze było wprowadzenie, na wzór amerykański, opcjonalnego systemu komitetów w radzie. Dodatkowo Tokyo Stock Exchange oraz Nippon Keidaren (Japońska Federacja Biznesu) opublikowały zalecenia dotyczące poprawy nadzoru korporacyjnego. Każde z tych zaleceń stanowiło przykład dobrej praktyki, informującej ich odbiorców, jak powinien wyglądać pożądany nadzór. Jednakże zalecenia te miały niewielki wpływ na reformowanie japońskiego corporate governance, ponieważ brakowało im obligatoryjności wdrażania oraz sankcji za brak ich wprowadzenia [Okabe 2009].

Na kształt japońskiego corporate governance wpływały zmiany systemu finansowego i polityki społecznej. W zakresie nadzoru zewnętrznego presja ze strony rynku kapitałowego (nagły wzrost fuzji i przejęć) zaczęła odgrywać ważną rolę z uwagi na pomniejszanie się znaczenia systemu *main bank* i krzyżowej własności akcji. Presja ta była pomocna w restrukturyzacji organizacji biznesowych oraz przyczyniła się do wzrostu efektywności.

Companies Act of Japan, opublikowany w maju 2006 roku (zmienił zasadniczo Commercial Code of Japan), spowodował, że corporate governance stało się jednym z ważniejszych problemów dla przedsiębiorstw japońskich. Doprowadził on również do znowelizowania regulacji przez giełdę tokijską, jak też doprowadził do opracowania kolejnej korekty prawa spółek, którą w maju 2012 roku przesłano parlamentowi japońskiemu do zaakceptowania.

Po raz pierwszy w oficjalnym dokumencie opowiedziano się za zaangażowaniem zewnętrznych niezależnych dyrektorów. Rekomendowano wprowadzenie wyższych wymagań dotyczących niezależności dyrektorów, zgodnych ze standardami międzynarodowymi w tym zakresie. Sugerowano również wprowadzenie prawa miękkiego, czyli podejścia *comply or explain* w odniesieniu do dyrektorów zewnętrznych, chociaż powstrzymano się od wprowadzenia wymogu mianowania co najmniej jednego dyrektora zewnętrznego. Spółki giełdowe, które nie mają dyrektora zewnętrznego w swojej radzie, muszą ujawnić tego powody w rocznych raportach biznesowych. Giełda może zmusić spółki do mianowania do rad co najmniej jednego dyrektora niezależnego, zamieszczając taki obowiązek w regulacjach notowania. Zapowiedziano również wprowadzenie dla spółek nowego rodzaju struktury nadzorczej, a mianowicie komitetu audytu i nadzoru. Inne reformy dotyczą wprowadzenia wymogu uzyskania zgody zgromadzenia akcjonariuszy na

dużą niepubliczną sprzedaż akcji oraz nowe procedury *squeeze-outs* [Goto 2013].

Chociaż zmiany w wewnętrznym nadzorze korporacyjnym były relatywnie powolne, niektóre spółki zaadaptowały anglo-amerykańskie struktury nadzorcze, czyli system, w którym egzekwowanie działalności biznesowej i jej monitorowanie są wyraźnie rozdzielone. W konsekwencji obecny stan japońskiego nadzoru korporacyjnego ulega dywersyfikacji, umożliwiając podział przedsiębiorstw na trzy rodzaje, a mianowicie: tradycyjne japońskie, hybrydowe – czyli mające tradycyjne struktury nadzoru wewnętrznego – i struktury anglo-amerykańskie nadzoru zewnętrznego oraz przedsiębiorstwa nowo powstałe, zachowujące tradycyjny charakter nadzoru zewnętrznego (oparcie na banku), ale wdrażające anglo-amerykański system zatrudniania i wewnętrznego nadzoru korporacyjnego. Porównując wyniki działania tych trzech rodzajów podmiotów, można zauważyć, że najlepsze wyniki uzyskują spółki, które zastosowały anglo-amerykański nadzór zewnętrzny (finansowanie pozyskiwane z rynku i wysoki udział inwestorów zagranicznych we własności akcji) i reformują nadzór wewnętrzny (strukturę rady).

Uwzględniając warunki historyczne oraz obecne uwarunkowania wewnętrzne i międzynarodowe gospodarki japońskiej, pożądanym jest, aby tradycyjny system finansowy, adekwatny dla innowacji procesów, został transformowany w system odpowiedni dla innowacji produktowych, co jest typowe dla systemu anglo-amerykańskiego. Takie zmiany zachodzą obecnie, gdyż nadzór korporacyjny podlega dywersyfikacji. Rolą polityki społecznej jest ich wymuszenie i przyspieszenie. W dyskusjach pamiętać należy, że nie oczekuje się, że japońskie struktury nadzoru korporacyjnego upodobnią się do modelu anglo-amerykańskiego nawet w warunkach globalizacji. Reakcje spółek japońskich na reformy wprowadzane na wzór amerykańskiego modelu corporate governance były bardzo różne [Larcker, Tayan 2011, s. 48]. Najwięcej dyskusji budziły trzy elementy: ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych, odseparowanie menedżerów od monitorowania spółki poprzez wprowadzenie zewnętrznych członków do rady dyrektorów oraz aktywność w zakresie ujawniania informacji.

Ponieważ zmiany w jednym obszarze (rynek finansowy, zatrudnienie, relacje wewnątrz korporacji) powodują zmiany w innych, polityka społeczna w różnych obszarach musi być spójna. Polityka doskonalenia i wzmocnienia corporate governance obejmuje legalizację uprawnień i obowiązków pracowników, będących ważnymi interesariuszami spółki, na wzór innych krajów oraz doskonalenie otoczenia finansowego poprzez reformowanie ram instytucjonalnych odnoszących się do inwestorów instytucjonalnych oraz fuzji i przejęć, jak też inicjacji ryzykownych biznesów [Yao 2009].

Japońska metoda kontroli jakości w produkcji stworzyła wysoko oceniany system „zero defektów”, w którym wady produktu są wykrywane w trakcie przepływu przez linię produkcyjną i nie są przenoszone do finalnego procesu kontroli. Obecnie podejmowane są wysiłki zmierzające do zastosowania tej

koncepcji w nadzorze korporacyjnym. Implikuje ona sprawowanie ciągłej kontroli przez radę dyrektorów. Oczekuje się, że jakość tego procesu poprawi się znacznie w stosunku do obecnie stosowanego.

4.3. Japońskie uregulowania nadzoru korporacyjnego

Dotychczasowe rozważania pozwalają stwierdzić, że w Japonii od kilku lat następuje stały wzrost zainteresowania nadzorem korporacyjnym i podkreślanie jego znaczenia. W celu zachowania i umocnienia międzynarodowej konkurencyjności Kraju Kwitnącej Wiśni przedsiębiorcy japońscy dążą do wypracowania systemu, który spełniać będzie standardy światowe.

Historię japońskich uregulowań nadzoru korporacyjnego według ECGI prezentuje tabela 6.

Tabela 6. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Japonii

Nazwa regulacji	Data publikacji
Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance (Keidanren Report)	09.1997
Corporate Governance Principles: A Japanese View	30.10.1997
Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights	06.1998
Revised Corporate Governance Principles	26.10.2001
Principles of corporate governance for Listed Companies	16.04.2004
Principles of Corporate Governance for Listed Companies	16.03.2009
Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code)	26.02.2014

Źródło: [Index of codes 2014].

W Japonii dotychczas opracowano siedem dokumentów nadzoru korporacyjnego, które można podzielić na dwie grupy, a mianowicie dokumenty powstałe przed globalnym kryzysem finansowym oraz powstałe po jego wystąpieniu.

4.3.1. Japońskie regulacje nadzoru korporacyjnego opublikowane przed globalnym kryzysem finansowym

Pierwsze dwa dokumenty corporate governance w Japonii powstały w 1997 roku. Pierwszy z nich wydany został przez Corporate Governance Forum of Japan, drugi zaś opracowała Japońska Federacja Organizacji Gospodarczych (Keidanren). Zapisy tych dokumentów nie miały szerokiego zastosowania. Załedwie kilka spółek (za przykładem Sony) dostosowało się do ich wymogów

i pomniejszyło skład rad dyrektorów (w klasycznym japońskim przedsiębiorstwie rada dyrektorów mogła liczyć nawet sześćdziesięciu członków) oraz zmieniło ich strukturę na korzyść niezależnych członków rady (dyrektorów zewnętrznych). Rozważania dotyczyły kierunku zmian prawa polegających na wzroście jego elastyczności lub wzmocnieniu nadzoru [Milhaupt 2003].

Od kwietnia 1999 roku tokijska giełda autoryzowała kampanię na rzecz reform praktyk nadzoru korporacyjnego. Pod jej wpływem korporacje rozpoczęły prace nad doskonaleniem i wdrażaniem polityki dającej priorytet interesom akcjonariuszy. Giełda stara się również wypracować skuteczny nadzór nad ustalaniem etyki korporacji oraz solidnością zarządzania.

Opublikowane w 1997 roku przez Corporate Governance Forum of Japan „Zasady nadzoru korporacyjnego. Japoński punkt widzenia” [Corporate Governance Principles 1997] proponowały dwuetapową formułę realizacji nadzoru korporacyjnego. Pierwszy z nich obejmował reguły „Zasady A”, które należało wdrożyć w ciągu pięciu lat. Drugi etap to realizacja „Zasad B”, których implementacja powinna być nastąpić na początku XXI wieku. Uważane one były za niezbędne dla przygotowania dla Japonii drogi do globalnego rynku, jednakże wymagały reformy prawa krajowego na dużą skalę.

Omawiany dokument składa się z pięciu następujących części:

- Wprowadzenie;
- Japoński system nadzoru korporacyjnego: problemy do rozwiązania;
- Rozliczanie i publikowanie;
- Struktury nadzoru korporacyjnego oraz
- Członkowie komitetów nadzoru korporacyjnego.

Zasady (1A–4A) określają, że w każdej spółce rada dyrektorów powinna wypracować adekwatne systemy informacyjne dla akcjonariuszy. Rada ta powinna nieustannie dbać o podwyższanie jakości tych systemów i rozpatrywać je w aspekcie globalnych reguł. Na radzie spoczywa też odpowiedzialność za koordynację zróżnicowanych interesów interesariuszy i reprezentowanie akcjonariuszy.

Kolejna część zasad (5A–17A) poświęcona jest strukturze nadzoru korporacyjnego i obejmuje trzy problemy – dyrektorzy i rada, audytorzy i rada audytorów oraz zgromadzenie akcjonariuszy.

Po zamieszczeniu wywołanym skandalami gospodarczymi Keidanren zaproponowało wzmocnienie funkcji audytorów korporacji i ich niezależności od rady oraz możliwość wszczynania procesów sądowych przez akcjonariuszy. Postulowano całościowy przegląd obowiązującego od 1950 roku prawa (nowelizacja z 1993 roku nie była wystarczająca) i zaadaptowanie Business Judgement Rule, powszechnie stosowanej w Stanach Zjednoczonych. Rekomendacje Keidanren były zbliżone w swej treści do rekomendacji Corporate Governance Forum of Japan.

Kolejnym dokumentem nadzoru korporacyjnego, który giełda tokijska przyjęła w dniu 16 marca 2004 roku, były Principles of Corporate Governance for Listed Companies [Principles of Corporate 2004].

Ten liczący 28 stron dokument składa się ze wstępu, zasad corporate governance i załącznika prezentującego mechanizmy corporate governance. Giełda dołączyła do niego raport z przebiegu prac nad doskonaleniem nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych, czyli Enhanced Corporate Governance for Listed Companies. Report of the Listed Company Corporate Governance Committee.

Zasady nadzoru korporacyjnego dla spółek notowanych na giełdzie dotyczą praw akcjonariuszy, równego traktowania akcjonariuszy, relacji pomiędzy interesariuszami, ujawniania i przejrzystości oraz odpowiedzialności rady dyrektorów, audytorów lub rady audytorów korporacji oraz innych grup.

We wstępie do „Zasad nadzoru korporacyjnego” napisano, że skandale korporacyjne i długotrwałe obniżanie się wyników działania spółek powoduje, że corporate governance poświęca się wiele uwagi na świecie. Jego rosnące znaczenie wynika też z przeświadczenia o istotności jego wpływu na konkurencyjność przedsiębiorstw w okresie adaptowania się do gwałtownie postępującej globalizacji gospodarki. Wiele spółek notowanych na giełdzie dobrowolnie zaczęło stosować obostrzenia nadzoru korporacyjnego w odpowiedzi na globalizację gospodarki oraz pomniejszanie krzyżowej własności akcji. Inicjatywy w tym zakresie są pożądane, ponieważ krajowi i zagraniczni inwestorzy egzekwują swoje uprawnienia w coraz większym stopniu. W wielu spółkach występuje tendencja do wzmocnienia odpowiedzialności audytorów zewnętrznych i wprowadzania niezależnych członków do rady, jednakże rozwiązania przyjmowane w tym zakresie przez spółki znacznie się różnią. W reformowaniu japońskiego corporate governance postuluje się wykorzystanie zasad prezentowanych przez anglo-amerykańskie regulacje nadzoru korporacyjnego.

W 2003 roku znowelizowano Commercial Code, dając spółkom notowanym na giełdzie możliwość wyboru pomiędzy stosowaniem systemu komitetowego lub audytorskiego [Principles of Corporate 2004, s. 12–13].

W załączniku do Principles of Corporate Governance for Listed Companies przedstawiono japoński system nadzoru korporacyjnego. Zgromadzenie akcjonariuszy tworzą akcjonariusze będący właścicielami spółki. Jest ono najwyższym organem podejmującym decyzje dotyczące najważniejszych jej spraw. Rada dyrektorów składa się z dyrektorów wybranych przez zgromadzenie akcjonariuszy. Jest to organ decyzyjny odpowiedzialny za podejmowanie decyzji zarządczych (operacyjnych) oraz nadzorowanie wykonywania obowiązków przez dyrektorów (w przypadku firmy z systemem komitetowym uwzględnia się dyrektorów zarządzających będących reprezentantami spółki oraz dyrektorów zarządzających). W przypadku spółki mającej system audytorów korporacyjnych dyrektorzy reprezentujący i dyrektorzy zarządzający stanowią organ wykonawczy. Dyrektorzy reprezentujący są wybierani przez radę dyrektorów spośród swoich członków. Reprezentują oni spółkę, natomiast dyrektorzy zarządzający nie są dyrektorami reprezentującymi, zostali wybrani na stanowiska na podstawie uchwały rady dyrektorów celem

zarządzania działalnością operacyjną (biznesem) i zaakceptowali tę nominację. Nie ma w niej potrzeby mianowania dyrektora zewnętrznego³². Kadencja dyrektora trwa dwa lata, a audytora korporacyjnego cztery. Należy podkreślić, że spółki mające radę audytorów korporacyjnych są tradycyjnymi i najbardziej rozpowszechnionymi strukturami wśród spółek notowanych na giełdzie tokijskiej.

W spółkach, które wybrały system komitetowy, należy utworzyć trzy komitety: komitet audytu, nominacji oraz wynagrodzeń. Każdy z nich powinien składać się z co najmniej trzech dyrektorów i co najmniej połowę członków każdego komitetu powinni stanowić dyrektorzy zewnętrzeni. Dyrektor zewnętrzny to taki, który zgodnie z Company Act nie jest i nie był pracownikiem spółki. Nie wymaga się, aby dyrektor zewnętrzny był dyrektorem niezależnym. Duże spółki giełdowe muszą w raportach rocznych poinformować o zatrudnieniu dyrektora zewnętrznego lub wyjaśnić, dlaczego tego nie zrobiły. Jest to sposób raportowania zbliżony do *comply or explain*.

Spółki te nie mogą wyznaczać audytorów korporacyjnych, gdyż mają już komitet audytu. Największym problemem reformy corporate governance w dużych publicznych spółkach jest promocja dyrektorów zewnętrznych.

Spółki powinny konkurować ze sobą w osiągnięciu coraz lepszych ocen od inwestorów. Jest to podstawowa koncepcja nowych zasad, kompatybilnych z rekomendacjami OECD.

Dla kształtowania japońskiego nadzoru korporacyjnego i jego regulacji istotne jest to, że spółki poszerzają obszary działalności i w coraz większym stopniu przyswajają wartości pochodzące z różnych kultur i społeczeństw. Konsekwencją tego jest narastanie społecznej odpowiedzialności, transparentności i uczciwości oraz akceptacja pełnej odpowiedzialności tych podmiotów wobec społeczności gospodarczej oraz inwestorów.

Dyrektorów, audytorów i radę audytorów korporacyjnych wybierają akcjonariusze. Członkowie tych organów są zobligowani do wypełniania swoich obowiązków w sposób sumienny (wiernie) wobec akcjonariuszy i spółki. Od nadzoru korporacyjnego rozumianego jako ramy dyscyplinujące działalność spółki (relacji agencyjnych), oczekuje się pełnienia następujących funkcji: zapewnienia obrony i ochrony interesów akcjonariuszy, respektowania podstawowych interesów interesariuszy niebędących akcjonariuszami oraz budowania odpowiednich relacji między nimi. Realizacja tych funkcji ma kluczowe znaczenie dla powiększania wartości spółki, a zatem powinny one być realizowane poprzez właściwą politykę spółki w zakresie corporate governance.

Omawiane zasady nadzoru korporacyjnego obejmują pięć zasad oraz problemów związanych z ich implementacją, które powinny być uwzględniane przez spółki przy realizacji funkcji przypisanych nadzorowi korporacyjnemu.

³² W lipcu 2012 roku Japan Association of Directors podało, że jedynie 54,2% z 1676 spółek notowanych na giełdzie mianowało zewnętrznych dyrektorów, a 26,1% wszystkich spółek giełdowych mianowało jednego dyrektora zewnętrznego.

Według zasady I (Prawa akcjonariuszy) nadzór korporacyjny spółek giełdowych powinien chronić interesy akcjonariuszy stanowiących rdzeń corporate governance. Mają oni obowiązek egzekwowania uprawnień do zarządzania spółką, czyli: uczestniczenia w zgromadzeniach akcjonariuszy, głosowania, w tym nad powołaniem i odwołaniem dyrektorów i audytorów, prawo udziału w zyskach (dywidenda) oraz podejmowania czynności prawnych. Przy realizacji tej zasady należy skupiać się na respektowaniu podstawowych praw akcjonariuszy i odpowiednim reagowaniu na naruszanie tych praw.

Zasada II określa, że nadzór korporacyjny powinien zapewnić równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych i zagranicznych. Szczególnej uwagi wymaga stworzenie i doskonalenie systemu zakazującego: transakcji naruszających podstawowe interesy spółki lub akcjonariuszy, powiększania zakresu ujawniania informacji w sytuacjach, kiedy działania interesariuszy mogą szkodzić interesom spółki lub akcjonariuszy, oraz zapewniania specjalnych korzyści wybranym akcjonariuszom.

Według zasady III – dotyczącej relacji z interesariuszami – nadzór korporacyjny powinien sprzyjać kreowaniu wartości spółki i miejsc pracy poprzez tworzenie dobrych relacji pomiędzy spółką giełdową i jej akcjonariuszami oraz zachęcać do dobrego nią zarządzania. Spółki giełdowe przy realizacji tej zasady powinny koncentrować się na tworzeniu kultury korporacji respektującej pozycję interesariuszy oraz rozwijaniu odpowiednich systemów wewnętrznych.

Nadzór korporacyjny powinien zapewniać – rzetelne i w odpowiednim czasie – publikowanie istotnych informacji, w tym odnoszących się do kondycji finansowej i wyników działania spółki oraz podziału własności (Zasada IV). W celu realizacji tej zasady spółki giełdowe powinny powiększać zakres publikowania informacji kwantytatywnych o sytuacji finansowej i wynikach operacyjnych oraz informacji jakościowych (kwalitatywnych), pogłębiających rozumienie przez inwestorów warunków zarządzania spółką, zabezpieczających inwestorom równy i łatwy dostęp do informacji oraz tworzenie i doskonalenie systemów wewnętrznych zapewniających rzetelność i szybkość ujawnień.

Ostatnia, V zasada określa odpowiedzialność rady dyrektorów, audytorów i rady audytorów korporacyjnych oraz innych grup. Nadzór korporacyjny powinien zachęcać te organy do nadzorowania zarządzających oraz zapewniać ich odpowiedzialność przed akcjonariuszami. Prawo umożliwia spółkom wybór pomiędzy stosowaniem systemu audytorów korporacyjnych a systemem komitetowym.

Dla zapewnienia przestrzegania tej zasady spółki notowane na giełdzie powinny odpowiednio nadzorować zarządzających oraz proces egzekwowania ich odpowiedzialności wobec akcjonariuszy. Systemy te powinny również motywować menedżerów do maksymalizowania wartości spółki poprzez konwergencję interesów menedżerów i spółki oraz tworzenie i doskonalenie systemu wzajemnego monitorowania się dyrektorów. System ten powinien

umożliwiać zarządzającym właściwe wypełnianie obowiązków, integralność i zapobiegać podejmowaniu bezprawnych lub niewłaściwych działań

Zasady nadzoru korporacyjnego opublikowane przez giełdę tokijską zawierają również bardzo ciekawy i klarownie napisany załącznik zatytułowany „Mechanizmy nadzoru korporacyjnego w Japonii”. Ponadto wzbogacone są one o raport opublikowany przez Listed Company Corporate Governance Committee z przebiegu prac nad formułowaniem koncepcji nadzoru korporacyjnego i jej celów. Wymienia on również fundamentalne problemy nadzoru korporacyjnego oraz rolę giełdy tokijskiej w propagowaniu jego rozwoju.

4.3.2. Japońskie regulacje nadzoru korporacyjnego powstałe po wystąpieniu globalnego kryzysu finansowego

Po wystąpieniu globalnego kryzysu finansowego, czyli po 2007 roku, w Japonii opublikowano dwa dokumenty corporate governance, które ECGI umieściła na swojej liście. Pierwszym z nich jest Principles of Corporate Governance for Listed Companies wydany przez Tokyo Stock Exchange w dniu 22 grudnia 2009 roku. Jego treść obejmuje zasady nadzoru korporacyjnego dla spółek notowanych na giełdzie w takich obszarach, jak:

1. Uprawnienia akcjonariuszy.
2. Równe traktowanie akcjonariuszy.
3. Relacje z interesariuszami w corporate governance.
4. Ujawnianie i przejrzystość.
5. Odpowiedzialność rady dyrektorów, audytorów lub rady audytorów, a także innych odpowiednich grup.

Principles of Corporate Governance for Listed Companies (zasady nadzoru korporacyjnego dla spółek giełdowych) rozpoczyna definicja, według której corporate governance stanowi ramy dyscyplinujące działalność korporacji. Większość tych działań jest podejmowana w celu generowania przychodów, a tym samym powiększania wartości dla akcjonariuszy. Oczekując od spółek giełdowych generowania wyników w sposób ciągły, koniecznością staje się monitorowanie lub motywowanie menedżerów przez ramy dyscyplinujące działalność korporacji, czyli corporate governance. Innymi słowy, właściwe działanie nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych jest niezwykle ważne dla ciągłego powiększania ich wartości, a podkreślanie celów corporate governance ma zapewnić odpowiednie warunki (otoczenie) dla tego wzrostu. Działania przedsiębiorstw zmierzające do generowania zysku nie mogą być realizowane w nowoczesnej gospodarce społecznej bez skomplikowanej koordynacji interesów interesariuszy. W miarę poszerzania obszarów działalności przedsiębiorstwa zmuszone są do uwzględniania wartości pochodzących z różnych kultur i społeczeństw. W związku z tym powinny podejmować zyskową działalność ze świadomością społecznej odpowiedzialności, przy zachowaniu transparentności i rzetelności, w zgodzie z zasadami rynkowymi, przy akceptacji pełnej odpowiedzialności wobec całej społeczności gospo-

darczej, jak również akcjonariuszy i inwestorów. Relacje z każdą grupą interesariuszy wpływają na corporate governance, ale z perspektywy rynku kapitałowego najważniejsze są te pomiędzy akcjonariuszami (w tym potencjalnymi) i menedżerami.

Uprawnienia do wykonywania działalności biznesowej delegowane są głównie do menedżerów (dyrektorów reprezentujących, zarządzających i dyrektorów) i opierają się na zaufaniu akcjonariuszy, którzy dostarczają kapitału i ponoszą ryzyko.

Akcjonariusze zwykle uprawnają wybieranych dyrektorów i audytorów do mianowania, nadzorowania i motywowania menedżerów w procesie maksymalizacji wartości spółki. Menedżerowie są mianowani na podstawie uchwały rady dyrektorów, nadającej im uprawnienia do codziennego, rutynowego zarządzania spółką. Mają oni duży autorytet, ale podlegają nadzorowi ze strony rady dyrektorów i rady audytorów spółki.

Dyrektorzy, audytorzy i rada audytorów spółki są wybierani przez akcjonariuszy i zobligowani, jako rozważni menedżerowie, do wypełniania wyżej wymienionych obowiązków (ponoszenia odpowiedzialności) powierniczych w stosunku do spółki i akcjonariuszy. Może to stanowić ramy dla nadzorowania relacji pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami, których efektywne stosowanie pozostaje podstawowym problemem corporate governance³³.

Podstawowe zasady gospodarki rynkowej zakładają, że akcjonariusze i inwestorzy oceniają działania spółek w zakresie nadzoru korporacyjnego i publikowania informacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i wykorzystywaniu uprawnień do głosowania. Ocena ta powinna zmuszać poszczególne podmioty do weryfikowania i doskonalenia nadzoru korporacyjnego.

Principles of Corporate Governance odnoszą się do spółek notowanych na giełdzie, które coraz częściej tworzą grupy w formie holdingu itp. Spółki giełdowe, które wybierają taką formę zorganizowania, zobligowane są do zapewnienia dobrego (efektywnego) nadzoru korporacyjnego w całej grupie jako takiej.

Prezentowane poniżej Principles of Corporate Governance uwzględniają problemy dotyczące funkcji corporate governance, które powinny się znaleźć w centrum uwagi wszystkich spółek. Dokument ten prezentuje kolejno pięć zasad oraz najważniejsze problemy, na które należy zwrócić uwagę przy ich implementacji.

1. Uprawnienia akcjonariuszy

Corporate governance spółek akcyjnych powinien chronić uprawnienia akcjonariuszy. Nadzór korporacyjny koncentruje się na akcjonariuszach. Uzyskiwanie zysków z działalności spółek w sposób ciągły nie byłoby możliwe bez właściwych relacji z pozostałymi interesariuszami. Z perspektywy rynku kapitałowego akcjonariusze stanowią rdzeń nadzoru korporacyjnego.

³³ Określenie japońskiego corporate governance stosowane w tym dokumencie przedstawiono w pierwszej części niniejszego rozdziału.

W celu realizacji obowiązków z tego wynikających akcjonariusze powinni korzystać z przysługujących im uprawnień w zarządzaniu spółką, takich jak prawo do partycypacji i głosowania w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy odnośnie do podstawowych decyzji spółki, w tym dotyczących wyboru i odwołania dyrektorów i audytorów, fundamentalnych zmian dokonywanych w korporacji, udziału w podziale jej zysku w formie dywidendy oraz z prawa do zakładania spraw sądowych w przypadku stwierdzenia naruszenia prawa, regulacji lub regul. Ochrona i gwarantowanie tych uprawnień jest warunkiem właściwego funkcjonowania corporate governance w połączeniu ze świadomością ich posiadania przez akcjonariuszy.

Główne problemy wymagające uwagi spółek giełdowych w zakresie ochrony uprawnień akcjonariuszy to respektowanie podstawowych uprawnień akcjonariuszy do głosowania oraz zwrotu należnych im zysków oraz do odpowiedniej reakcji na naruszanie ich uprawnień.

2. Zapewnienie równego traktowania akcjonariuszy

Corporate governance spółek giełdowych powinien zapewniać równe traktowanie wszystkim akcjonariuszom tej samej klasy, w tym mniejszościowym i zagranicznym.

Równe traktowanie akcjonariuszy tej samej klasy, zgodne z posiadanymi przez nich udziałami, stanowi ważny element nadzoru korporacyjnego. Menedżerowie, dyrektorzy, audytorzy lub akcjonariusze kontrolujący spółki mogą działać na szkodę inwestorów i akcjonariuszy mniejszościowych. Zakaz przestępczego wykorzystywania aktywów lub informacji wewnętrznych dla odniesienia korzyści przez grupy blisko związane ze spółką jest nieodzowny dla ochrony akcjonariuszy i utrzymania ich zaufania do rynku kapitałowego.

W celu zabezpieczenia równego traktowania akcjonariuszy spółki powinny opracować i doskonalić system zakazujący dokonywania transakcji naruszających podstawowe interesy spółki lub akcjonariuszy na skutek nadużywania pozycji przez menedżerów, pracowników i akcjonariuszy kontrolujących, zachęcający do poszerzania zakresu informacji publikowanych dla akcjonariuszy oraz zakazujący zapewniania specjalnych korzyści określonym akcjonariuszom.

3. Relacje z interesariuszami w nadzorze korporacyjnym

Corporate governance powinien pomóc spółkom giełdowym tworzyć wartość i miejsca pracy oraz wzmacniać konkurencyjność, poprzez kreowanie właściwych relacji pomiędzy spółką a jej interesariuszami, oraz zachęcać do solidnego nią zarządzania.

Utrzymywanie i doskonalenie pozycji konkurencyjnej spółki oraz powiększanie jej wartości przez ciągłe generowanie zysków, stanowiące centrum zainteresowania akcjonariuszy, następuje w wyniku angażowania zasobów przez wszystkich interesariuszy. Tworzenie właściwych relacji pomiędzy interesariuszami niebędącymi akcjonariuszami spółki jest kompatybilne z długookresowym interesem spółki.

Główne problemy wymagające uwagi spółek giełdowych w zakresie ustanawiania dobrych relacji z interesariuszami spółki niebędącymi akcjonariuszami to kultywowanie kultury korporacji respektującej ich pozycję i rozwijanie odpowiednich systemów wewnętrznych oraz publikowanie w określonym czasie istotnych dla interesariuszy informacji na ten temat.

4. Ujawnianie i przejrzystość

W odniesieniu do ujawniania i przejrzystości corporate governance spółek notowanych na giełdzie powinien zapewnić rzetelne i na czas ujawnianie wszystkich istotnych informacji, w tym kondycji finansowej, wyników działania oraz struktury własności. Publikacje te są niezbędne dla dokonania właściwej oceny przedsięwzięcia na rynku kapitałowym, a w konsekwencji właściwego wykorzystania głosu przez akcjonariuszy. Dla realizacji tych celów potrzebne są wiarygodne, periodyczne i porównywalne informacje, pozwalające menedżerom na ocenę warunków działania biznesu, oraz przydatne są inne regularne sprawozdania międzyokresowe. Takie publikacje powinny być dokonywane równolegle, zapewniając równe traktowanie akcjonariuszy. Rzetelne ujawnianie pomaga chronić zaufanie inwestorów do rynku i zapobiegać wykorzystaniu informacji wewnętrznych.

Główne problemy, na które należy zwrócić uwagę w odniesieniu do rzetelnego i na czas (okresowego) sprawozdawania, to tworzenie zachęt do ujawniania informacji kwantytatywnych dotyczących kondycji finansowej i wyników działalności operacyjnej, oraz informacji jakościowych, przyczyniających się do lepszego rozumienia zarządzania spółką przez inwestorów. Istotne jest zapewnienie im możliwości łatwego i jednoczesnego pozyskania informacji, a także rozwijanie i doskonalenie systemów wewnętrznych zabezpieczających rzetelność i szybkość ujawnień.

5. Odpowiedzialność rady dyrektorów, audytorów, rady audytorów korporacyjnych i innych odpowiednich grup

Corporate governance spółek giełdowych powinien zachęcać radę dyrektorów, audytorów, radę audytorów korporacyjnych i inne odpowiednie grupy do nadzorowania menedżerów.

Ramy prawne lub podstawy corporate governance, jak wcześniej wspomniano, dopuszczają wybór pomiędzy systemem audytorów spółki lub systemem komitetowym. W każdym z tych przypadków organy te powinny oceniać, czy menedżerowie dokładnie i efektywnie wykonywali działania biznesowe zgodnie z wytycznymi strategii oraz zapobiegali występowaniu konfliktów interesów pomiędzy spółką a menedżerami. Powinny one przeanalizować wyniki tej oceny przed mianowaniem lub odwołaniem menedżerów lub egzekwowaniem decyzji dotyczących wynagradzania, w ten sposób wypełniając odpowiednie obowiązki nadzorcze.

Problemy wymagające uwagi w odniesieniu do zasady piątej są następujące. Spółki giełdowe powinny zapewnić, że rada dyrektorów, audytorzy, rada audytorów korporacyjnych i inne odpowiednie grupy zadowolająco

wypełniają swoje obowiązki dotyczące nadzorowania menedżerów i odpowiedzialności wobec akcjonariuszy:

1. Monitorowanie menedżerów przez radę dyrektorów, audytorów i radę audytorów korporacyjnych oraz inne odpowiednie grupy poprzez zorganizowanie tych organów w sposób umożliwiający obiektywną ocenę menedżerów, opracowanie i doskonalenie systemu, który obarczałby te organy odpowiedzialnością za ten nadzór.

Opracowanie i doskonalenie systemu kontroli wewnętrznej i bilansowania, umożliwiającego tym gremiom dokonywanie racjonalnych ocen zgodności z prawem, regulacjami i uwarunkowaniami operacji biznesowych.

Monitorowaniu menedżerów przez audytorów (radę audytorów korporacyjnych), z punktu widzenia wzmocnienia funkcji audytorów, powinny służyć następujące mierniki:

- utrzymywanie adekwatnych zasobów ludzkich i infrastruktury wspomagających audyt przeprowadzany przez audytorów (w kooperacji z komórkami audytu wewnętrznego i kontroli wewnętrznej),
 - mianowanie wysoce niezależnych zewnętrznych audytorów,
 - mianowanie audytorów mających głęboką wiedzę z zakresu finansów/rachunkowości.
2. Motywowanie menedżerów do maksymalizacji wartości korporacji poprzez konwergencję interesów menedżerów i spółki przy użyciu odpowiednich środków.
 3. Opracowanie i doskonalenie przez dyrektorów systemu wzajemnego monitorowania, zapewniającego wykonywanie obowiązków i integralność w zakresie powiernictwa menedżerów, zabezpieczającego przed niewłaściwymi i niezgodnymi z prawem działaniami z perspektywy ogólnie akceptowanych zasad.

Dokument Report by the Financial System Council's Study Group on the Internationalization of Japanese Financial and Capital Markets wydany 17 czerwca 2009 roku przedstawia trzy modele nadzoru korporacyjnego, odpowiednie dla spółek notowanych na giełdzie, mające na celu zabezpieczenia zaufania akcjonariuszy, inwestorów itp.

Jednakże zgodnie z tym co zapisano we wstępie do Principles of Corporate Governance for Listed Companies, wybór adekwatnej formy corporate governance zależy od struktury, wielkości, rodzaju biznesu i innych aspektów danego przedsiębiorstwa. Dlatego też trudno jest wdrożyć zunifikowane reguły we wszystkich spółkach giełdowych, gdyż w rzeczywistości występują różne struktury corporate governance.

Każda spółka giełdowa musi opublikować szczegóły dotyczące jej struktury nadzoru korporacyjnego oraz powody jej wyboru.

Giełda tokijska opublikowała również cztery dokumenty zatytułowane The White Paper on Corporate Governance. Ostatnia jego wersja pochodzi z lutego 2013 roku. Poprzednie dokumenty wydane zostały w 2007, 2009,

2011 roku. Dotyczą one stanu implementacji nowych zaleceń w porównaniu do zaleceń poprzednich [TSE-Listed 2013].

Kolejny dokument corporate governance zatytułowany The Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code (nazywany też Principles for Responsible Institutional Investors) opublikowany został w dniu 26 lutego 2014 roku celem konsultacji [Principles for Responsible 2014]. Jest on nadzorowany przez dyrektora oraz Wydział Rachunkowości i Publikacji w Agencji Usług Finansowych japońskiego rządu.

Stanowi on japoński kodeks powierniczy (Japanese Stewardship Code) ukierunkowany na promowanie trwałego wzrostu spółek poprzez inwestycje. Jest on częścią nowej strategii rządu zainicjowanej przez premiera Abe w 2012 roku, mającej na celu rewitalizację gospodarki (Japan Revitalization Strategy przyjęta została w czerwcu 2013 roku) poprzez zakończenie deflacji i inspirowanie wzrostu gospodarczego. W sierpniu 2013 roku utworzono Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code, która opracowała omawiany dokument.

Proponowany kodeks liczy łącznie 13 stron. Przedstawiono w nim genezę, cele, zasady wdrażania tego dokumentu, a następnie siedem zasad, które w następnej części są kolejno prezentowane, omawiane i wzbogacane o zalecenia.

Kodeks ma za zadanie promowanie średnio- i długookresowego trwałego wzrostu wyników uzyskiwanych przez spółki w oparciu o siedem zasad stanowiących zalecenia dla inwestorów instytucjonalnych odnośnie do odpowiedzialności wynikającej z powiernictwa. Inicjuje on dialog pomiędzy inwestorami i spółkami, co w Japonii jest nowym zjawiskiem.

Japoński kodeks powierniczy ściśle przestrzega dobrowolnego stosowania podejścia *comply or explain* przyjętego przez UK Stewardship Code, zachęcając właścicieli aktywów i zarządzających aktywami do wykorzystania prawa głosu, publikowania sprawozdań z głosowania i prowadzenia dialogu ze spółkami dotyczącego problemów, które mogą mieć wpływ na kształtowanie cen akcji w długim okresie, lub wyjaśnienia, dlaczego tego nie robią. Jest to nowa koncepcja w Japonii, gdzie obowiązuje podejście polegające na przestrzeganiu przepisów.

Japoński Stewardship Code zawiera siedem zasad:

1. Inwestorzy instytucjonalni powinni prowadzić klarowną politykę odnoszącą się do sposobów wypełniania obowiązków wynikających z powiernictwa i publikować te informacje.
2. Inwestorzy instytucjonalni powinni prowadzić klarowną politykę odnoszącą się do sposobów rozwiązywania konfliktów interesów w trakcie realizacji swoich obowiązków powierniczych i publikować te informacje
3. Inwestorzy instytucjonalni powinni monitorować spółki inwestujące (portfelowe), w sposób umożliwiający im właściwe wypełnianie obowiązków wynikających z powiernictwa i wspieranie stałego ich wzrostu.

4. Inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do porozumienia ze spółkami inwestorów i pracować nad rozwiązywaniem problemów poprzez konstruktywne kontakty z tymi spółkami.
5. Inwestorzy instytucjonalni powinni prowadzić klarowną politykę odnośnie do głosowania i publikowania jego wyników. Polityka dotycząca głosowania nie powinna polegać na sporządzeniu listy, powinna ona być tak zaplanowana, aby przyczynić się do stałego wzrostu spółek inwestorów.
6. Inwestorzy instytucjonalni powinni z zasady kwartalnie składać raporty swoim klientom i beneficjentom na temat wypełniania obowiązków powierniczych, w tym odpowiedzialności za głosowanie.
7. Inwestorzy instytucjonalni, aby pozytywnie wpływać na stały wzrost spółek inwestorów, powinni dogłębnie poznać te spółki, ich otoczenie biznesowe oraz potencjał (zasoby i kwalifikacje) umożliwiające właściwą współpracę z nimi, a także dokonywanie właściwych ocen w trakcie wypełniania obowiązków powierniczych.

W preambule kodeks rekomenduje publikowanie listy inwestorów instytucjonalnych, którzy zaakceptują jego zalecenia. Powinni oni ujawnić na swojej stronie internetowej intencje przestrzegania kodeksu oraz informacje, których upublicznienia wymagają postanowienia kodeksu, w tym politykę wypełniania obowiązków powierniczych, lub – jeśli nie przestrzegają pewnych zaleceń – wyjaśnić tego powody, przeprowadzać co rok rewizję i aktualizację publikowanych informacji i informować Financial Services Agency o adresie internetowym, pod którym można je znaleźć. Dodatkowo, ogłaszając przestrzeganie zasad kodeksu, inwestorzy instytucjonalni powinni ujawnić wraz z informacją o przestrzeganiu zasad politykę wypełniania obowiązków powierniczych (zasada 1), rozwiązywania konfliktów agencyjnych w trakcie wykonywania obowiązków wynikających z powiernictwa (zasada 2) i głosowania (jeśli pożyczają akcje). Ponadto raz do roku ujawniać wyniki głosowania. Informacje mogą być publikowane w języku japońskim lub angielskim.

Reasumując, Japonia dołączyła w ostatnich latach do krajów dynamicznie rozwijających nadzór korporacyjny. Należy zauważyć, że internacjonalizacja dobrych praktyk wymaga dokonania istotnych zmian w zakresie istoty i funkcjonowania tradycyjnego modelu corporate governance, a także prawa, a szczególnie kultury korporacyjnej i mentalności uczestników rynku kapitałowego. Ostatnie dekady pokazują determinację Japonii w dołączeniu do grupy krajów mających wysokiej jakości corporate governance, co warunkowane jest sukcesywną implementacją trudnych rozwiązań służących sanacji gospodarki japońskiej i nadzoru nad nią.

CZĘŚĆ II
Systemy nadzoru korporacyjnego
krajów rozwijających się

Rozdział 5

Nadzór korporacyjny w Brazylii

Brazylijski system corporate governance stanowi ciekawy przykład dualizmu regulacyjnego – reform opartych na premiowaniu wysokich standardów wdrażanych przez spółki dobrowolnie a nie na skupianiu się na nakazach i piętnowaniu naruszeń. Filozofię tę można uznać za drugi biegun działań podejmowanych np. w USA przez CalPERS i zaangażowanych inwestorów indywidualnych (polityka *name and shame*).

5.1. Tło historyczne rozwoju

Jak wskazują Zeidan i Fontes Filho [2012], rozwój ekonomiczny Brazylii wynika z aktywności trzech głównych graczy: firm prywatnych, państwa i kapitału zagranicznego. Istnieją dwa główne poglądy dotyczące kształtowania się współczesnych korporacji w tym kraju. Pierwszy z nich, reprezentowany przez Prado Jr. [1969], utrzymuje, że korzeni brazylijskich spółek należy upatrywać w oligarchicznej strukturze plantatorów kawy, którzy stopniowo przynosili zyski wypracowane przez handel kawą, organizując przedsiębiorstwa przemysłowe. Druga szkoła [Bresser-Pereira 1964], opierająca się na badaniach z 1964 roku, wskazuje na włoskie korzenie brazylijskich korporacji. Wśród 204 przebadanych spółek zatrudniających ponad 100 pracowników blisko 83% znajdowało się pod kontrolą założycieli. Połowę respondentów stanowili imigranci, a niespełna 16% stanowili Brazylijczycy związani z krajem od co najmniej dwóch pokoleń. Założycielami blisko 35% wszystkich badanych firm byli Włosi. Co więcej, dwie trzecie założycieli pochodziło z klasy średniej lub niższych, natomiast jedynie 4% założycieli wywodziło się z bogatych rodzin plantatorów kawy.

Brazylijska polityka gospodarcza od lat trzydziestych do lat osiemdziesiątych XX wieku cechowała się wysokim poziomem interwencjonizmu państwa i bazowała przede wszystkim na ograniczeniach importowych, chroniąc własny rynek przed zewnętrzną konkurencją [Zeidan, Fontes Filho 2012]. Charakterystyczne elementy brazylijskiego CG są konsekwencją wieloletnich problemów z organizacją sprawnego systemu, który zapewniałby przedsiębiorstwom dopływ kapitału. Rynek kapitałowy przed 1964 rokiem praktycznie nie istniał w formie, jaką znamy obecnie. Operatorem giełdy był rząd, funkcję maklerów pełnili urzędnicy, a stawki prowizji maklerskich były ściśle uregulowane. Co ciekawe, prawo do zawierania transakcji na rynku kapitałowym było dziedzinne [Di Miceli da Silveira, Saito 2009].

Okresy wysokiej inflacji i polityka sztywnej stopy procentowej utrudniały rozwój systemu bankowego. Z punktu widzenia banków narzucona stopa oprocentowania kredytów, zbyt niska w stosunku do stopy inflacji, zniechęcała je do udzielania kredytów, zaś z punktu widzenia potencjalnych depozytariuszy warunki lokowania środków poniżej poziomu inflacji były nieatrakcyjne, stąd najkorzystniejszą lokatą kapitału były nieruchomości [Zeidan, Fontes Filho 2008].

Wśród animatorów brazylijskiego rozwoju gospodarczego przed 1964 rokiem wymienić należy [Goldsmith 1969]:

- Credit Fund of Agriculture and Industry – publiczny fundusz utworzony przez Banco do Brasil, mający finansować sektor rolnictwa i przemysłu;
- Superintendence of Money and Credit – utworzony w 1945 roku podmiot pełniący rolę załączka banku centralnego, którego zadaniem była kontrola bazy monetarnej;
- Brazilian Development Bank – powołany w 1952 roku, którego celem było wspieranie rozwoju przemysłu, jednak – ze względu na niewielką ilość środków – finansowane były jedynie spółki państwowe w hutnictwie i energetyce.

Brak aktywnego rynku finansowego sprawił, że brazylijskie korporacje skupiały się wokół rodziny założyciela, a struktura własności pozostawała skoncentrowana. Trudno więc mówić o występowaniu problemów związanych z rozdzieleniem własności i zarządzania opisywanych przez Berle i Meansa [1930]. Przy znikomym udziale długoterminowego finansowania zewnętrznej inwestycji były finansowane głównie z zysków, jakie osiągały przedsiębiorstwa, dzięki ochronie wewnętrznego rynku przed zagranicznymi konkurentami.

Przyspieszenie programu industrializacji nastąpiło w roku 1956, wraz z uruchomieniem „Plano de Metas” – programu zachęt do budowy obiektów przemysłowych skierowanego do zagranicznych inwestorów i państwowych firm. Przełomowym momentem okazał się przewrót wojskowy w 1964 roku, który zapoczątkował reformy w obszarze rynków finansowych.

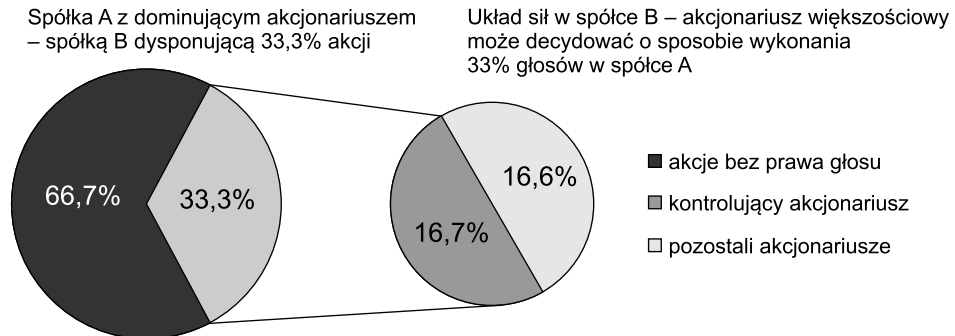
Wśród najistotniejszych momentów ewolucji rynku kapitałowego w Brazylii wymienić należy [Di Miceli da Silveira, Saito 2009]:

- wdrożenie pierwszych regulacji dotyczących rynku kapitałowego i ofert papierów wartościowych (1965 Law 4.728/65),
- uregulowanie działalności funduszy inwestycyjnych i powołanie Fundo 157 (1970),
- powołanie komisji papierów wartościowych i giełd (Comissão de Valores Mobiliários – CVM) (1976 Law 6.385/76),
- uchwalenie nowego kodeksu spółek handlowych (1976 Law 6.404/76), w którym zawarto osobne uregulowania dla spółek publicznych i prywatnych (*closely-held*).

Fundo 157 był funduszem inwestycyjnym obejmującym emisje z rynku pierwotnego, w który osoby fizyczne i instytucje mogły inwestować do 20%

swojego podatku dochodowego, zamiast odprowadzać tę część do budżetu. Ulga podatkowa, stanowiąca swojego rodzaju mechanizm subsydiowania rynku kapitałowego, pozwalający na transfer publicznych środków do prywatnych firm, miała zapewnić większą płynność obrotu i spełniała swoją funkcję do roku 1971, kiedy to pękła bańka spekulacyjna. Ponadto fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe zostały zobowiązane do inwestowania części środków na rynku kapitałowym. Dzięki takiemu wsparciu liczba spółek publicznych wzrosła do końca lat osiemdziesiątych XX wieku do 1600.

Black i inni [2008, s. 4] wskazują jednak na dwa negatywne skutki tej polityki. Po pierwsze, spółkami publicznymi stały się podmioty, które tak naprawdę nie miały wcześniejszego zamiaru się nimi stać, a ich decyzja wynikała jedynie z optymalizacji podatkowej. Potwierdza to fakt, że pod koniec lat osiemdziesiątych XX wieku – po wycofaniu zachęt podatkowych – duża część spółek zdecydowała się na wycofanie z publicznego obrotu. Po drugie, wykorzystując stworzoną w kodeksie spółek handlowych możliwość emisji do dwóch trzecich wartości kapitału zakładowego w postaci akcji niemych, większość spółek emitowała walory bez prawa głosu. Pojawiły się zatem dwie grupy akcjonariuszy dysponujące odmiennymi kategoriami praw. Co więcej, przy odpowiednim układzie sił niespełna 17% kapitału zakładowego umożliwia sprawowanie kontroli nad spółką (rys. 2).



Rysunek 2. Przykład struktury piramidowej umożliwiającej kontrolowanie spółki przy niewielkim wkładzie kapitałowym

Źródło: Opracowanie własne.

Wykorzystanie struktur piramidowych pozwoliło kontrolować spółki akcjonariuszom dysponującym 8,5% kapitału zakładowego [Chavez, Silva 2009]. Problem szerokiego akcjonariatu bez prawa głosu i koncentracji władzy w ręku akcjonariusza lub grupy akcjonariuszy z niewielkim udziałem jest do dziś cechą charakterystyczną brazylijskiego nadzoru korporacyjnego. W 1998 roku w spółkach notowanych na Bovespa akcjonariusze kontrolujący posiadali przeciętnie ponad 58% głosów i udział ten zwiększył się w ciągu dziesięciu lat do 63%.

Zdaniem Chaveza i Silvy [2009] koncentracja własności jest konsekwencją braku wiarygodnych instytucji kontrolnych i regulacyjnych, niskiej transparentności funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz zagrożenia interwencją ze strony rządu. Jednak działanie takie, choć zapewnia efektywny nadzór menedżerów ze strony właścicieli, powoduje szereg negatywnych dla gospodarki konsekwencji. Naturalną reakcją akcjonariuszy pozbawionych wpływu na spółkę, ochrony prawnej i informacji, jest podniesienie wymaganych stóp zwrotu za zwiększone ryzyko, a gdy ryzyko przestaje mieścić się w akceptowanym przedziale, przestają oni dokonywać zakupów, co odbija się na płynności rynku kapitałowego.

Zwiększenie dostępności zewnętrznego finansowania w latach siedemdziesiątych XX wieku zbiegło się w czasie z procesem przejmowania kontroli przez drugie pokolenie właścicieli. Państwowe banki zaczęły finansować także firmy prywatne, a wolumen kredytów był na tyle duży, że pozwolił istotnie zmienić strukturę kapitału, prowadząc do zwiększenia wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia. Ponieważ celem działalności państwowych banków była realizacja projektów przemysłowych, środki były często pożyczane po ujemnych realnych stopach procentowych, a renegocjacja warunków kredytu nie sprawiała żadnych trudności.

Lata osiemdziesiąte XX wieku to dla Brazylii okres spowolnienia gospodarczego (wzrost PKB na średnim poziomie 2,4% rocznie w latach 1982–2002), hiperinflacji i złej polityki gospodarczej, prowadzącej do bankructwa w 1987 roku. Przetrwanie firm było możliwe dzięki ujemnym realnym stopom procentowym oraz braku zagranicznej konkurencji na lokalnym rynku, jednak trudna sytuacja gospodarcza wymusiła na władzach kraju wprowadzenie reform.

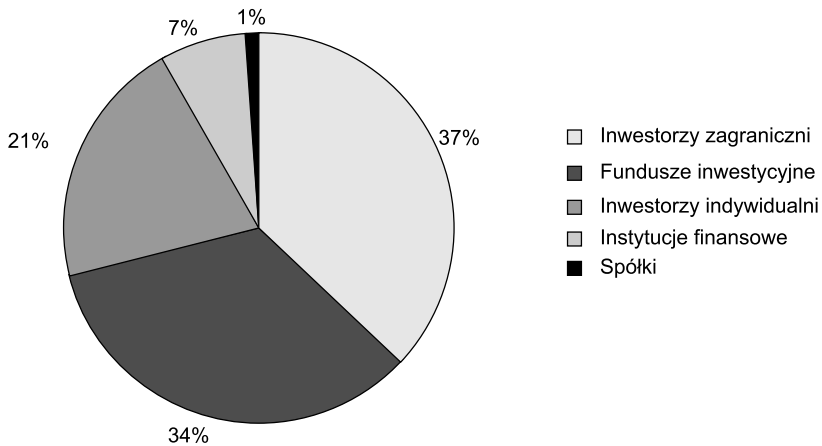
Lata dziewięćdziesiąte XX wieku określane są mianem dekady prywatyzacji. Narodowy Program Prywatyzacji (Desestatização) rozpoczął się od sprywatyzowania producenta stali Usiminas w październiku 1991 roku. W ciągu kolejnych dziesięciu lat sprywatyzowano 37 spółek – m.in. Vale do Rio Doce, Embraer (lotnictwo), Cia Siderurgica Nacional, Banespa i Telebras (telekomunikacja). Jak podkreślają Araujo i Esposito [2004, s. 3], brazylijski program prywatyzacji podporządkowany był uzyskaniu wpływów do budżetu państwa a nie przewyżczeniu strukturalnych ograniczeń rodzimego rynku kapitałowego. Pakiety akcji państwowych spółek były sprzedawane dużym, prywatnym grupom kapitałowym, a państwo w żaden sposób nie promowało rozproszenia akcjonariatu. Rynek kapitałowy nadal cechowały wysoka koncentracja własności, niska płynność i wysokie wahania kursów³⁴.

Efekty prywatyzacji w Brazylii generalnie oceniane są pozytywnie, ponieważ wpłynęła ona na wzrost produktywności i długookresowe wyniki ekonomiczne, a niektóre ze sprywatyzowanych przedsiębiorstw rozkwitły pod

³⁴ W 2004 roku dwadzieścia największych spółek stanowiło 70% kapitalizacji giełdy, a dzienną płynność obrotu miało jedynie 4% podmiotów [Araujo, Esposito 2004].

rządami prywatnych właścicieli, stając się znaczącymi graczami na arenie międzynarodowej. Prywatyzacja wielu sektorów gospodarki wymusiła ponadto większą transparentność tworzenia regulacji oraz wzmocnienie przepisów antymonopolowych, co doprowadziło do powstania rządowych agencji w dziedzinach telekomunikacji, energetyki, paliw czy transportu [Ter-Minasian 2012].

Pozytywnym efektem prywatyzacji było również zaistnienie na rynku nowych aktorów: inwestorów instytucjonalnych (szczególnie funduszy emerytalnych) oraz inwestorów zagranicznych. Brazylijski rynek kapitałowy charakteryzuje się znacznie wyższą obecnością inwestorów zagranicznych niż pozostałe kraje BRIC, a ich udział w obrotach stanowi około 37% (rys. 3).



Rysunek 3. Struktura brazylijskiego rynku kapitałowego w podziale na typ inwestora

Źródło: [Park 2012].

Wart odnotowania jest także fakt, że nowi inwestorzy zdecydowali się odgrywać aktywną rolę w systemie corporate governance.

Wraz z początkiem nowego wieku w 2001 roku w Brazylii wdrożono kolejny pakiet reform, którego osią były nowelizacja prawa spółek i ustawy o rynku kapitałowym (ustawa 10303/01 z 31 października 2001 roku). Nowa regulacja ograniczyła limit emisji akcji bez prawa głosu do połowy kapitału zakładowego, wprowadziła obowiązek ogłoszenia wezwania do sprzedaży (*tag along clause*) na 100% kapitału przy transferze 80% głosów oraz możliwość rozwiązywania sporów między akcjonariuszami w drodze arbitrażu, jeśli statut spółki to dopuszcza. Dodatkowo wprowadzono zapisy, iż dywidenda dla posiadaczy akcji niemych nie może być niższa niż ta przeznaczona dla posiadaczy akcji zwykłych.

Rozszerzono ponadto uprawnienia Komisji papierów wartościowych. Nowe prawo wprowadziło również kategorię przestępstw przeciw rynkom kapitałowym: próby manipulacji zagrożone są sankcją od roku do ośmiu lat więzienia, a wykorzystanie informacji poufnych w obrocie zagrożone jest karą

półtora roku pozbawienia wolności. Ponadto w każdym przypadku tego typu przestępstw może zostać nałożona kara finansowa w wysokości trzykrotności osiągniętych korzyści [Deloitte 2012].

Nieco wcześniej, bo w grudniu 2000 roku, giełda w São Paulo (Bovespa), wpisując się w trend reformatorski, utworzyła trzy segmenty notowań, aby wspierać spółki, które dobrowolnie zdecydowały się wdrożyć wyższe standardy ładu korporacyjnego:

- Nivel 1 (Corporate Governance Level 1),
- Nivel 2 (Corporate Governance Level 2),
- Novo Mercado (głównie dla spółek debiutujących) (NM) – tab. 7.

Tabela 7. Wymagania stawiane emitentom w ramach różnych segmentów notowań giełdy w São Paulo

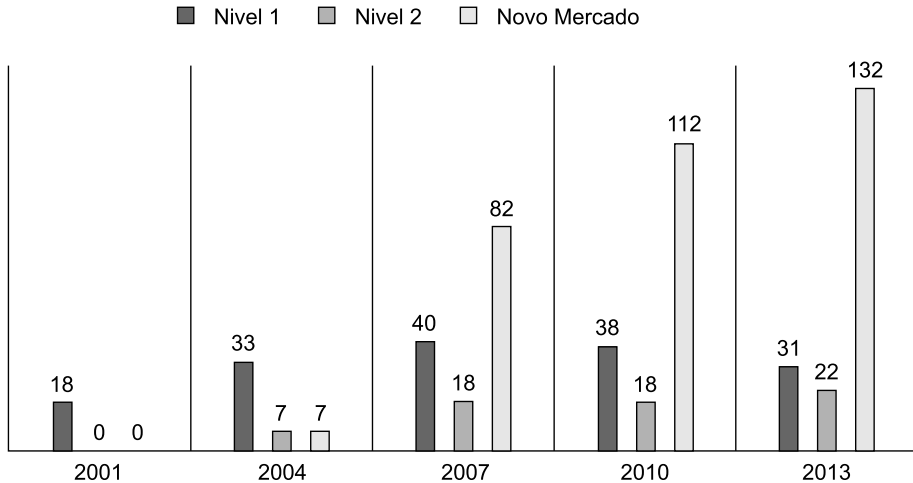
Segment	Wymagania
Nivel 1	<ul style="list-style-type: none"> • Minimalny <i>free float</i> na poziomie 25% • Oferta publiczna zapewnia rozproszenie kapitału pomiędzy szersze grono akcjonariuszy • Podwyższone standardy publikowania informacji kwartalnych, skonsolidowanych oraz audytu • Ujawnianie transakcji zawieranych przez insiderów i akcjonariuszy kontrolujących spółkę • Ujawnianie porozumień akcjonariuszy oraz programów opcyjnych • Publikacja rocznego kalendarza wydarzeń korporacyjnych
Nivel 2	<ul style="list-style-type: none"> • Obejmuje wszystkie wymogi Nivel 1 • Dwuletnia kadencja członków rady dyrektorów • Roczne sprawozdanie finansowe zgodne z US GAAP lub IAS • Obowiązek ogłaszania wezwań na pakiet akcjonariuszy mniejszościowych przy transferze kontroli • Przyznanie prawa głosu akcjom niemym w sytuacji decydowania o fuzji, przejęciu, spin-off lub zawieraniu transakcji z podmiotami z tej samej grupy kapitałowej • Wycofanie z obrotu w segmencie Nivel 2 może nastąpić po wezwaniu, opierającym się na kryteriach wartości ekonomicznej • Wykorzystanie panelu arbitrażowego do rozwiązywania konfliktów społecznych
Novo Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Obejmuje wszystkie wymogi Nivel 1 i Nivel 2 • Spółka nie może emitować akcji niemych

Źródło: [Gonzalo, Silva 2009].

Należy tu podkreślić, że chociaż rynek Novo Mercado (NM) wzorowany był na niemieckim rynku alternatywnym Neuer Markt, to – w odróżnieniu od pierwowzoru – nie był on dedykowany mniejszym spółkom z innowacyjnych sektorów gospodarki (Internet, telekomunikacja, biotechnologia itp.).

Po pierwszym zaszeregowaniu do segmentów w Nivel 1 znalazło się czternaście, a w Nivel 2 – dwa podmioty. Podwyższanie standardów ładu korporacyjnego następowało stopniowo i w 2008 roku w segmencie NM znalazły

się 23 spółki, uprzednio notowane w niższych segmentach. Na początku 2009 roku w segmentach Nivel 1, Nivel 2 i NM znalazło się odpowiednio: 44, 18 i 99 podmiotów. Przyrost liczby emitentów zaprezentowano na rysunku 4.



Rysunek 4. Przyrost liczby emitentów w segmentach podwyższonych standardów ładu korporacyjnego w Brazylii w latach 2001–2013

Źródło: [Black i in. 2010; <http://www.bmfbovespa.com.br>].

Wprowadzenie nowych segmentów ładu korporacyjnego na Bovespa stworzyło brazylijskim spółkom atrakcyjną alternatywę sygnalizowania podwyższonych standardów w stosunku do notowań krzyżowych. Miało to szczególne znaczenie po wprowadzeniu Sarbanes-Oxley Act w 2002 roku, która to regulacja sprawiła, że dla spółek słabiej związanych z rynkiem amerykańskim notowania w USA stały się zbyt kosztowne.

Głośnym wydarzeniem w 2003 roku było wykluczenie z notowań w CGL1 spółki Brazilian Airlines Varig za nieprzekazanie w terminie wymaganych danych finansowych.

Zasady rachunkowości powszechnie stosowane w brazylijskich spółkach wynikają z zapisów prawa spółek, a techniczne wytyczne ich stosowania są wydawane przez Komitet Standardów Rachunkowości. Ponadto standardy dla spółek publicznych są rozszerzone o instrukcje wydawane okresowo przez CVM. Sprawozdania finansowe podlegają badaniu przez niezależnego audytora, zarejestrowanego w CVM. Od 2011 roku spółki, które zobowiązane są powołać komitet audytu, sporządzają roczne sprawozdanie skonsolidowane zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości [Deloitte 2012].

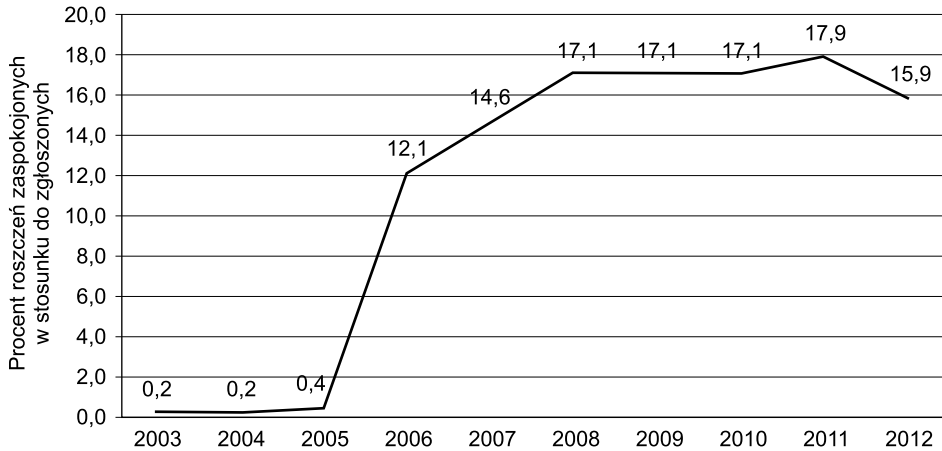
Relatywnie najmłodszym elementem systemu nadzoru korporacyjnego w Brazylii jest infrastruktura upadłości. Do 2005 roku była ona regulowana przez ustawę nr 7661 z 1945 roku. Najpoważniejszym zarzutem pod adresem starych regulacji był fakt niskiej ochrony wierzycieli, szczególnie banków, które udzieliły kredytów zabezpieczonych aktywami spółki dłużnika,

uniemożliwiając sprawną windykację należności. Odmiennie niż w krajach rozwiniętych w Brazylii aktywa stanowiące zabezpieczenie włączane były do masy upadłościowej, z której zaspokajane były roszczenia wierzycieli w kolejności wynikającej z przepisów prawa, z priorytetem przyznanym obciążeniom podatkowym i wynagrodzeniom pracowników. Doprowadziło to do sytuacji, iż banki – mając na względzie nikłe szanse na odzyskanie swojego długu – opóźniały złożenie wniosku o uznanie upadłości do momentu, gdy za późno było na jakiegokolwiek działania naprawcze. Jak podaje Ponticelli [2013], w latach 1992–2005 97% postępowań kończyło się likwidacją. Restrukturyzacja przedsiębiorstwa mogła być przeprowadzona jedynie w drodze postępowania sądowego, a wnioskować o nią mogli tylko właściciele zobowiązań niezabezpieczonych. Postępowanie naprawcze mogło trwać dwa lata i w tym okresie podmiot w upadłości spłacał w ratach swoje zobowiązania.

Innym charakterystycznym elementem brazylijskich procedur upadłościowych było przejęcie zobowiązań podatkowych i wobec pracowników upadłego podmiotu przez nowego nabywcę jego majątku, jednak tylko w przypadku zakupu całego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części, co stanowiło klarowną zachętę do sprzedaży aktywów pojedynczo i znacząco obniżało wpływy z procesu likwidacji.

Od 2005 roku Brazylia wdrożyła nowe regulacje upadłości, wzorowane na przepisach amerykańskich. Zniesiono przejmowanie zobowiązań przez nabywców majątku upadłego, właściciele zabezpieczonego długu uzyskali pierwszeństwo przed zobowiązaniami podatkowymi, a zobowiązania wobec pracowników zostały ograniczone do maksymalnie 150 płac minimalnych na osobę. Pozytywnym efektem tych zmian było znaczące zwiększenie skuteczności windykacji, mierzonej procentowym udziałem roszczeń wierzycieli, które udało się zaspokoić w trakcie postępowania upadłościowego z niespełna 0,5% przed rokiem 2005 do 18% w roku 2011, co przedstawiono na rysunku 5.

Zreformowano również postępowanie naprawcze, m.in. wprowadzając możliwość restrukturyzacji pozasądowej, która dotyczy części długu, w przypadku uzyskania konsensusu wśród wierzycieli reprezentujących przynajmniej 60% długu zabezpieczonego i tyle samo niezabezpieczonego (z wyjątkiem zobowiązań podatkowych i wobec pracowników). Sądowe postępowanie naprawcze prowadzone jest na podstawie planu zatwierdzonego przez komitet wierzycieli, w którego skład wchodzi przedstawiciele pracowników, kredytodawców i dostawców. Jednak jeśli tylko jedna z grup odrzuci plan, sędzia ma możliwość przeforsowania planu naprawczego bez jej zgody. Nowością było także objęcie dłużnika 180-dniową ochroną przed wierzycielami w przypadku realizowania postępowania naprawczego pod nadzorem sądu.



Rysunek 5. Skuteczność windykacji zobowiązań w postępowaniu upadłościowym w Brazylii w latach 2003–2012 (% roszczeń zaspokojonych w stosunku do zgłoszonych)

Źródło: [World Bank Data].

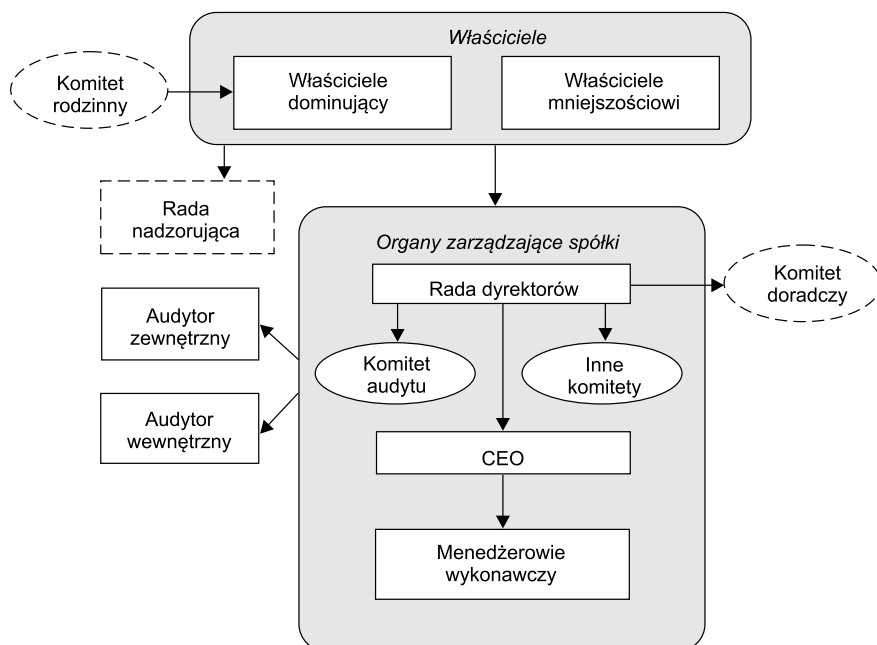
5.2. Brazylijski model corporate governance

Chociaż system corporate governance w Brazylii ukształtował się pod wpływami Europy kontynentalnej i wykazuje z nim wiele podobieństw, jak chociażby skoncentrowaną strukturę własności, to posiada również cechy specyficzne wyróżniające go na tle innych systemów. Przykładem tego może być struktura organów funkcjonujących w spółce i jej otoczeniu (rys. 6). Trzon systemu corporate governance tworzy rada dyrektorów (*Conselho de Administração*), zarząd (*Diretoria*) oraz walne zgromadzenie akcjonariuszy.

W odróżnieniu od innych systemów z dwustopniową strukturą organów zarządzająco-kontrolnych brazylijskie regulacje nie wykluczają możliwości łączenia funkcji prezesa zarządu z funkcją przewodniczącego rady, chociaż badania Blacka i in. [2010] wskazują, że w 71% badanych spółek funkcje te były rozdzielone. Organy te są uzupełnione o radę nadzorującą – powoływaną przez właścicieli równolegle z radą dyrektorów oraz komitet rodziny – organ niespotykany w innych krajach, którego powołanie zalecane jest przez kodeks dobrych praktyk w spółkach, w których znacząca władza znajduje się w rękach jednej rodziny. Zadaniem takiego organu jest koordynacja i uzgadnianie spójnego stanowiska wśród członków rodziny, jak również:

- ustalanie rozgraniczenia pomiędzy interesami rodzinnymi a biznesowymi,
- kultywacja tradycyjnych wartości rodzinnych (historii, kultury i wspólnej wizji),
- definiowanie i ustalanie standardów ochrony, wzrostu i dywersyfikacji aktywów, jak również zarządzania papierami wartościowymi i nieruchomościami,

- tworzenie mechanizmów (np. funduszy kapitałowych) na wykup udziałów pozostałych partnerów, w przypadku ich wyjścia z inwestycji,
- planowanie sukcesji, transferu własności i dziedziczenia,
- postrzeganie spółki jako czynnika jednoczącego i zapewniającego ciągłość rodziny,
- przygotowywanie członków rodziny do odniesienia sukcesu w organizacji, mając na względzie ich chęci i zdolności, przyszłość zawodową oraz ciągłą edukację,
- definiowanie zasad nominacji reprezentantów wchodzących w skład rady dyrektorów.



Rysunek 6. Relacje pomiędzy organami spółki w Brazylii

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Code of Best Practice of Corporate Governance 2009, s. 16].

5.3. Regulacje nadzoru korporacyjnego

Kodeksy dobrych praktyk w Brazylii powstawały z inicjatywy dwóch podmiotów. Pierwszy kodeks został opracowany w 1999 roku przez Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) organizacji non profit powołanej w 1995 roku w celu podwyższania standardów ładu korporacyjnego. Kodeks obejmował przede wszystkim zalecenia dotyczące relacji pomiędzy akcjonariuszem większością a akcjonariuszami mniejszościowymi oraz funkcjonowania rady dyrektorów. Zalecenia te były modyfikowane kolejno w 2002 i 2004 roku, a ostatnia ich aktualizacja miała miejsce we wrześniu 2009 roku.

Drugi kodeks opublikowała w 2002 roku Komisja papierów wartościowych, jednak uzyskał on słabszą pozycję niż kodeks IBGC i nie był aktualizowany.

Obecnie obowiązujący kodeks IBGC składa się z sześciu rozdziałów:

- Struktura własności,
- Rada dyrektorów,
- Zarząd,
- Niezależny audyt,
- Rada weryfikująca,
- Profesjonalizm (*Conduct*) i konflikt interesu.

W ramach pierwszej grupy zaleceń kodeks zaleca stosowanie zasady jedna akcja = jeden głos, ujawnianie porozumień pomiędzy grupami akcjonariuszy, powołanie komitetu rodziny, przyjęcie mechanizmów ułatwiających organizację i przeprowadzenie walnego zgromadzenia akcjonariuszy oraz zachęcających akcjonariuszy do aktywności (np. podręcznik głosowania przez pełnomocnika, zadawanie pytań, wnoszenie spraw do porządku obrad). Kodeks rekomenduje także ogłaszanie wezwań w przypadku transferu kontrolnego pakietu akcji oraz ograniczenie mechanizmów ochrony przed wrogim przejęciem, polegających na przymusowym ogłoszeniu wezwania na wszystkie akcje w przypadku nabycia pakietu niegwarantującego kontroli po z góry określonej w statucie cenie.

Interesującym zapisem wydaje się zalecenie, aby „statut spółki jasno precyzował sytuacje, w których akcjonariusz może wycofać się z inwestycji w spółkę oraz warunki, na jakich może tego dokonać”.

W pierwszym rozdziale kodeksu znajdują się także zapisy dotyczące zapewnienia odpowiedniej płynności obrotu, która ma zapobiegać manipulacjom przy wycenie spółki oraz publikowania założeń dotyczących polityki dywidendy, jak również częstotliwości aktualizacji tego dokumentu.

Drugi rozdział dokumentu poświęcony jest funkcjonowaniu rady dyrektorów, której misją jest „ochrona i tworzenie wartości organizacji, optymalizacja zwrotu z inwestycji w długim horyzoncie czasowym oraz poszukiwanie równowagi pomiędzy oczekiwaniami akcjonariuszy i interesariuszy, tak aby każdy otrzymał odpowiednie korzyści, proporcjonalne do jego wkładu w organizację i ryzyka na jakie jest narażony”. Zalecenia tej części nie odbiegają istotnie od standardów znanych z krajów rozwiniętych. Kodeks postuluje, aby dyrektorzy działali w najlepszym interesie organizacji jako całości, a nie osób, które nominowały je do rady, rozdzielenie roli CEO i przewodniczącego rady podkreśla rolę odpowiednich kwalifikacji oraz zaangażowania w sprawę spółki. Autorzy dokumentu postulują ograniczenie możliwości jednoczesnego zasiadania w kilku organach spółek do następujących limitów:

- przewodniczący rady może być członkiem rad w maksymalnie dwóch innych podmiotach,
- dyrektorzy niezarządzający i/lub niezależni, którzy nie mają innych obowiązków, mogą zasiadać w maksymalnie pięciu innych organach,

- menedżerowie wyższego szczebla i dyrektorzy zarządzający mogą pełnić funkcję członka w najwyżej jednej radzie, z wyjątkiem spółek z tej samej grupy kapitałowej i spółek stowarzyszonych,
- CEO i przewodniczący rady nie powinni przewodzić radzie innej organizacji z wyjątkiem spółek z tej samej grupy kapitałowej i spółek stowarzyszonych oraz organizacji non profit.

Sposób powoływania członków jest w dużej mierze uregulowany przez skomplikowane zapisy kodeksu spółek handlowych. Od 2001 roku akcjonariusze mniejszościowi mogą żądać głosowania blokami, jeśli dysponują oni 15% ogółu głosów lub 10% liczby wszystkich akcji (art. 141 § 4). Ponadto art. 141 § 7, obowiązujący od 2004 roku, mówi, że niezależnie od statutu spółki akcjonariusz dominujący powinien mieć prawo powołać połowę składu rady plus jedną osobę. Kodeks spółek handlowych wprowadza dodatkowo ograniczenie liczby dyrektorów zarządzających, którzy mogą stanowić najwyżej jedną trzecią składu rady [Habbard 2010].

Zgodnie z zaleceniami kodeksu dobrych praktyk rada powinna liczyć od pięciu do jedenastu członków, z których większość powinna spełniać kryteria niezależności przedstawione w tabeli 8.

Tabela 8. Kryteria niezależności dyrektorów wg IBGC

Typ niezależności	Kryteria
Niezależność kapitałowa	Brak istotnych powiązań kapitałowych ze spółką
Niezależność od akcjonariuszy	Brak powiązań biznesowych i rodzinnych z akcjonariuszem kontrolującym spółkę
	Brak zobowiązań wynikających z porozumień pomiędzy akcjonariuszami spółki
Niezależność od podmiotów powiązanych	Niesprawowanie funkcji członka rady spółki zależnej w okresie minionych trzech lat
Niezależność od osób zasiadających w organach zarządzających spółki	Brak powiązań rodzinnych z członkami rady lub menedżerami spółki, w tym z CEO
Niezależność w zakresie usług świadczonych dla spółki	Brak wynagrodzeń pobieranych od spółki z wyjątkiem wynagrodzenia członka rady i dywidend z posiadanych pakietów akcji
	Niesprawowanie funkcji audytora lub partnera w podmiocie pełniącym taką funkcję przez okres ostatnich trzech lat
	Brak zatrudnienia jako pracownik lub menedżer spółki lub spółek zależnych przez minione trzy lata
	Brak powiązań ze spółką lub jej dyrektorami w zakresie składania ofert, bezpośrednich lub pośrednich dostaw, zakupów towarów i usług na istotną skalę
Niezależność finansowa	Brak powiązań z organizacjami non profit, które uzyskały wsparcie od spółki lub jej podmiotów powiązanych
	Finansowa niezależność od wynagrodzenia uzyskiwanego z tytułu członkostwa w radzie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Code of Best Practice of Corporate Governance 2009].

Badania empiryczne pokazują jednak, że brazylijskie spółki sceptycznie podchodzą do kwestii niezależnych członków rady dyrektorów. W 2005 roku jedynie w 12% przebadanych podmiotach niezależni członkowie stanowili większość składu, zaś w 36% spółek nie było ani jednej niezależnej osoby w radzie [Black i in. 2010].

Zgodnie z dobrymi praktykami kadencja dyrektora nie powinna przekraczać dwóch lat³⁵, z możliwością reelekcji opierającej się na wynikach corocznej oceny okresowej. Zapisu tego w 2005 roku przestrzegało jedynie 17% badanych spółek [Black i in. 2010]. Interesującą rekomendacją jest zalecenie, aby wszyscy dyrektorzy wybierani byli na tym samym WZA.

Do obowiązków rady należy dyskusowanie, zatwierdzanie i monitorowanie decyzji związanych z takimi elementami, jak:

- strategia,
- struktura kapitału,
- profil ryzyka
- fuzje i przejęcia,
- zatrudnienie, zwolnienie, ocena i wynagrodzenie CEO i innych członków kierownictwa spółki,
- wybór i ocena niezależnych audytorów,
- planowanie sukcesji,
- praktyki ładu korporacyjnego,
- relacje z interesariuszami,
- system kontroli wewnętrznej (w tym główne polityki i zakres uprawnień),
- polityka zarządzania zasobami ludzkimi,
- kodeks postępowania.

Ponadto ich obowiązkiem jest ustalenie parametrów oceny dyrektorów zarządzających oraz informowanie rady o sprawowanych funkcjach w innych podmiotach oraz zmianie podstawowego miejsca pracy, aby możliwe było ustalenie potencjalnych konfliktów interesów.

Brazylijski kodeks przewiduje możliwość tworzenia szerokiego spektrum komitetów w ramach rady dyrektorów, m.in.: audytu, zasobów ludzkich i wynagrodzeń, nadzoru korporacyjnego, finansów oraz zrównoważonego rozwoju. W dwóch pierwszych zasiadać powinni wyłącznie dyrektorzy niezależni.

Interesującym rozwiązaniem jest zalecenie powołania tymczasowego komitetu doradczego – składającego się z członków niezależnych – w spółkach podejmujących pierwsze wysiłki w celu wdrożenia dobrych praktyk, w szczególności w podmiotach planujących debiut giełdowy. Rolą takiego ciała jest przygotowanie i pilotowanie procesu poprawy standardów ładu korporacyjnego.

Elementem nieobecnym np. w polskim kodeksie dobrych praktyk jest zalecenie powołania rzecznika praw interesariuszy, którego rolą jest zbieranie

³⁵ Prawo dopuszcza trzyletnią kadencję, zaś regulacje dla segmentów Nivel 2 i Novo Mercado stawiają dwuletnią kadencję jako wymóg dopuszczenia do obrotu.

skarg i informacji o nadużyciach i potencjalnym łamaniu prawa przez osoby związane ze spółką oraz wyjaśnianie zgłoszonych sygnałów. Stanowisko takie wpisuje się w amerykańskie tradycje mechanizmów typu *whistle-blower*.

Zasady wynagradzania menedżerów proponowane w kodeksie nie odbiegają zasadniczo od standardów obecnych w krajach rozwiniętych. Polityka wynagrodzeń powinna być przejrzysta, a koszty oszacowane i poddane pod dyskusję walnego zgromadzenia. Wynagrodzenie powinno zawierać część zmienną uzależnioną od długoterminowych wyników przedsiębiorstwa, a jego warunki precyzyjnie opisane. Minimalnym standardem jest ujawnianie wysokości wynagrodzeń w podziale na grupę dyrektorów zarządzających i niezarządzających oraz minimalnego, przeciętnego i maksymalnego wynagrodzenia w radzie wraz z uzasadnieniem, z czego wynikają te różnice, jednak kodeks zaleca podawanie do wiadomości wysokości wynagrodzeń przekazanych pojedynczym osobom.

Kodeks dość precyzyjnie reguluje kwestie wydatków ponoszonych przez spółkę na funkcjonowanie rady, wskazując, że koszty uczestnictwa dyrektorów w szkoleniach i walnych zgromadzeniach oraz koszty ekspertyz zleconych przez radę powinna ponosić spółka. Ponadto jedna z rekomendacji wskazuje, że techniczną obsługą rady dyrektorów powinna zająć się dedykowana osoba na stanowisku sekretarza, niebędąca członkiem rady.

Rekomendacjom dotyczącym osób zarządzających poświęcono w kodeksie zdecydowanie mniej miejsca. Kodeks nakłada na osoby zarządzające obowiązek zapewnienia zgodności działań spółki z przyjętym kodeksem postępowania/etycznym, jak również prowadzenia polityki informacyjnej, w tym prowadzenia korporacyjnej strony relacji inwestorskich, przekazywania wszystkich istotnych informacji członkom rady dyrektorów oraz przygotowywania okresowych raportów dotyczących ekonomicznych, finansowych, społecznych, środowiskowych aspektów prowadzenia działalności oraz zasad ładu korporacyjnego zgodnych z międzynarodowymi standardami. Jako przykład wymienione są ramy sprawozdawczości Global Reporting Initiative.

Zapisy kodeksu dotyczące zewnętrznego audytu sprawozdania finansowe i systemu kontroli wewnętrznej nie odbiegają od rekomendacji w krajach rozwiniętych. Główny nacisk położony jest na zapewnienie niezależności audytora od osób zarządzających i ograniczenie możliwości równoczesnego świadczenia innego rodzaju usług na rzecz spółki. Rekomendowany okres współpracy z firmą audytorską wynosi maksymalnie pięć lat z trzyletnią karencją. Odnowienie kontraktu po upływie pięcioletniego okresu współpracy wymaga zagwarantowania zmiany rewidentów wykonujących badanie oraz zgody większości akcjonariuszy, przy czym również właściciele akcji niemych dysponują w tym przypadku prawem głosu.

Specyficznym dla Brazylii organem jest możliwość powołania *conselho fiscal*, co w dosłownym tłumaczeniu oznacza radę fiskalną, jednak mając na uwadze jego rolę nazwę tę należałoby tłumaczyć jako radę nadzorującą. Organ taki może funkcjonować stale, bądź zostać powołany na określony rok podat-

kowy na wniosek akcjonariatu reprezentującego minimum 5% udziału w kapitale. W 2005 roku funkcjonował on na stałe w 40% spółek, lecz tylko w nieco ponad połowie z nich w składzie znajdowała się osoba z kompetencjami w dziedzinie rachunkowości. Głównym zadaniem rady nadzorującej jest monitorowanie zarządzania finansami i sprawozdawczości, jednak kodeks spółek handlowych (art. 163) rozszerza spektrum jej działań o:

- nadzór nad działaniami menedżerów i zapewnienie wykonywania przez nich obowiązków wynikających ze statutu i przepisów prawa;
- opiniowanie rocznego sprawozdania zarządu, włączając w to informacje dodatkowe niezbędne do prowadzenia dyskusji na walnym zgromadzeniu;
- opiniowanie propozycji, które mają być przedmiotem obrad podczas WZA, dotyczących: zmian w kapitale, emisji instrumentów dłużnych lub premii subskrypcyjnych, budżetów i planów inwestycyjnych, podziału dywidendy, przekształceń, fuzji, konsolidacji lub podziału;
- raportowanie o wykrytych błędach, nadużyciach i innych przestępstwach do organów administracyjnych spółki, a jeśli te nie podejmą odpowiednich działań, aby zabezpieczyć interes spółki – bezpośrednio do WZA;
- zwoływanie zwyczajnego WZA, jeśli organy administracyjne zwlekają z jego zwołaniem dłużej niż miesiąc, lub NWZA w przypadku zaistnienia pilnej, istotnej potrzeby uzasadniającej jego zwołanie;
- ocenianie przynajmniej co trzy miesiące okresowych sprawozdań finansowych;
- badanie sprawozdania finansowego oraz wydawanie opinii o nim;
- wykonywanie obowiązków wynikających z przepisów dotyczących likwidacji.

Rada składa się z minimum trzech, a maksymalnie pięciu osób, wybranych przez akcjonariuszy, przy czym większość członków delegowana jest przez akcjonariusza kontrolującego. Właściciele akcji niemych mają prawo powołać jednego członka, a posiadacze akcji z prawem głosu, którzy reprezentują co najmniej 10% kapitału, lecz nie sprawują kontroli nad spółką, również mogą powołać jedną osobę do składu rady. Członkami rady nie mogą być osoby z rady dyrektorów ani pracownicy spółki. Rada ma prawo żądać informacji niezbędnych do sprawowania swojej funkcji od zarządu i zewnętrznego audytora. Wynagrodzenie członków tego organu podlega tym samym zaleceniom co wynagrodzenia rady dyrektorów, z wyjątkiem zapisów dotyczących wynagrodzenia zmiennego. W przypadku członków rady nadzorującej kodeks dobrych praktyk nie zaleca wiązania wynagrodzeń z wynikami spółki.

Należy podkreślić, że rada nadzorująca pełni rolę doradczą i nie uczestniczy w procesie zarządzania spółką, a jej zalecenia i decyzje nie są wiążące dla pozostałych organów spółki. Kodeks zaleca jednak publikowanie stanowiska rady nadzorującej. Warto podkreślić, że część zadań rady nadzorującej pokrywa się z zadaniami komitetu audytu, jednak zakres obowiązków komitetu ustala rada dyrektorów, a rady nadzorującej – sami akcjonariusze.

Ostatni z rozdziałów kodeksu dobrych praktyk poświęcony został etyce i konfliktowi interesów. Zapisy tego dokumentu zobowiązują spółkę do

posiadania kodeksu postępowania, którego osoby zarządzające i pracownicy zobowiązane są przestrzegać. Zakres kodeksu postępowania obejmuje takie aspekty, jak:

- przestrzeganie prawa i regulacji podatkowych,
- transakcje z podmiotami powiązаныmi,
- wykorzystanie majątku spółki,
- postępowanie w przypadku konfliktu interesów,
- wykorzystanie informacji poufnych,
- polityka zawierania transakcji na akcjach spółki,
- spory sądowe i mediacje,
- mechanizmy *whistle-blower*,
- zapobieganie i postępowanie w przypadku nadużyć finansowych,
- otrzymane lub wykonane płatności sporne,
- przyjmowanie podarunków i przysług,
- sponsoring,
- aktywność polityczna,
- prawo do prywatności,
- nepotyzm,
- środowisko naturalne,
- dyskryminacja w miejscu pracy,
- molestowanie seksualne i mobbing,
- bezpieczeństwo pracy,
- wykorzystanie pracy dzieci i dorosłych,
- relacje ze społecznością lokalną,
- stosowanie alkoholu i narkotyków.

Jak podkreślają A. Di Miceli da Silveira, R. Saito [2009], pomimo istotnych zmian, jakie zaszły w brazylijskim systemie corporate governance, wciąż wymaga on doskonalenia. Pomimo wprowadzenia kodeksów dobrych praktyk i nowych segmentów notowań standardy ładu korporacyjnego nadal odbiegają od międzynarodowych. Nieliczne podmioty publikują raporty dotyczące stosowania zasad ładu korporacyjnego, a wiele spółek publicznych nawet nie zna treści kodeksów. Nie oznacza to, że podjęte wysiłki okazały się zupełnie nieefektywne, jednak miały one bardziej promocyjno-edukacyjny wymiar.

Brazylijski system nadzoru korporacyjnego nadal musi mierzyć się z wieloma poważnymi słabościami, które zaprezentowane zostały w tabeli 9.

Tabela 9. Główne problemy i wyzwania brazylijskiego systemu corporate governance

Problemy	Wyzwania
Akcjonariat	
<ul style="list-style-type: none"> • przewaga spółek kontrolowanych przez bogate rodziny, nawet pośród spółek publicznych • wysoka koncentracja akcji z prawem głosu w rękach akcjonariusza kontrolującego • wysoki udział akcji niemych w strukturze kapitału • obecność skomplikowanych powiązań wewnątrz grup kapitałowych (krzyżowe posiadanie akcji i struktury piramidowe) • niski poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych (<i>tag along rights</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • wzmacnianie <i>tag along rights</i> powyżej standardów wymaganych prawem • ograniczenie możliwości stosowania mechanizmów obronnych typu <i>poison pills</i>³⁶ • wdrażanie mechanizmów zachęcających do szerszego udziału w WZA
Organy statutowe	
<ul style="list-style-type: none"> • brak jasno zdefiniowanego podziału ról pomiędzy radę, osoby zarządzające i akcjonariuszy kontrolujących • niski poziom formalizacji rady dyrektorów (brak komitetów, wewnętrznych regulaminów itp.) • rada składająca się z większości dyrektorów niezarządzających, niespełniających kryteriów niezależności • brak formalnej oceny pracy rady i zarządzających • niskie znaczenie kwestii wynagrodzenia członków rady, ograniczone powiązanie z wynikami przedsiębiorstwa • ograniczony wpływ dyrektorów niezależnych • „fasadowe rady” – struktury rady w wielu wypadkach powoływane są jedynie dla spełnienia kwestii formalnych, nie zaś jako rzeczywiste ciało doradcze i kontrolne 	<ul style="list-style-type: none"> • redefiniowanie koncepcji dyrektora niezależnego • wprowadzenie wymogów dotyczących kwalifikacji i kadencyjności członków • rozwinięcie mechanizmów oceny członków rady • ograniczenie zjawiska dyrektorów-celebrytów, którzy są popularni w mediach, zasiadają jednocześnie w kilku radach i nie są w stanie sprawować należycie swoich obowiązków

³⁶ 70% ze 108 brazylijskich spółek debiutujących na rynku publicznym zawarło w statucie mechanizm typu *poison pill*, polegający na obowiązku ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje spółki po relatywnie wysokiej cenie po przekroczeniu progu zaangażowania kapitałowego (zwyczajowo 15–20%).

Tabela 9. Główne problemy i wyzwania brazylijskiego systemu corporate governance (cd.)

Problemy	Wyzwania
Dostęp do informacji	
<ul style="list-style-type: none"> • niska jakość korporacyjnych stron relacji inwestorskich, z wyjątkiem Novo Mercado i spółek z ADR • niewielki zakres publikowanych informacji z zakresu transakcji z podmiotami powiązanymi, brak formalnych reguł • niewielki zakres publikowanych informacji z zakresu stosowanych mechanizmów nadzoru korporacyjnego • brak informacji o poziomie wynagrodzeń członków organów statutowych • niska jakość sprawozdań finansowych, w szczególności informacji dotyczących ekonomicznej wartości dodanej lub kreowanej przez menedżerów 	<ul style="list-style-type: none"> • bardziej szczegółowe ujawnianie wielkości wynagrodzeń • publikowanie wskaźników pozwalających na rzetelną ocenę działalności spółki, w tym wyników finansowych • publikowanie założeń zarządzania ryzykiem i jego monitoring przez radę • zwiększenie roli audytorów: wewnętrznego i zewnętrznego • zmiana procedur wyboru audytora w celu zwiększenia jego niezależności • debata nad zasadami funkcjonowania rady nadzorującej w zestawieniu z komitetami audytu • opracowanie procedur <i>ex ante</i> dotyczących transakcji z podmiotami powiązanymi • szersze raportowanie transakcji z podmiotami powiązanymi • wdrożenie kodeksu etycznego

Źródło: [Di Miceli da Silveira, Saito 2009].

Rozdział 6

Nadzór korporacyjny w Rosji

6.1. Uwarunkowania kształtowania się systemu nadzoru korporacyjnego

W działalności gospodarczej w Rosji ogromne znaczenie odgrywa otoczenie, ponieważ przedsiębiorstwa i ich interesariusze muszą operować w zmieniających się warunkach, uwzględniając czynniki ekonomiczne, uwarunkowania prawno-polityczne i społeczno-kulturowe oraz technologiczne. W analizie systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji na uwagę zasługują trzy obszary, które w dużej mierze wpłynęły na jego obecny kształt: ekonomiczna i polityczna niestabilność w okresie transformacji, słabość struktur państwowych i relacji na linii państwo–biznes oraz słabe ramy instytucjonalne i wdrożenie regulacji prawnych [Adachi 2010].

Rosyjski system nadzoru korporacyjnego zaczął kształtować się w drugiej połowie osiemdziesiątych XX wieku, kiedy to rozpoczęto wprowadzanie regulacji torujących drogę do transformacji ustrojowej i gospodarczej. W 1986 roku przyjęto prawo spółek prywatnych, reformę płac decentralizującą limity produkcyjne i wynagrodzenia, a w 1987 roku ustanowiono prawo indywidualnej działalności gospodarczej [McCarthy, Puffer, Shekshnia 2004]. W 1990 roku uchwalono nowe prawo spółek i usankcjonowano różne formy prywatnej własności. Dwa lata później uwolniono ceny, dzięki czemu menedżerowie spółek mogli sami decydować o ich wysokości, oraz rozpoczęto proces prywatyzacji. Przyjęto również prawo upadłościowe, które – do jego reformy w 1998 roku – uznawane było za najgorszy akt prawny tamtego okresu. W 1994 roku uchwalono nowy kodeks cywilny. Ustawa nr 208 z 25 grudnia 1995 roku o spółce akcyjnej otworzyła drogę do rozwoju rynku kapitałowego, dlatego w kolejnym roku uchwalono ustawę nr 39 z dnia 22 kwietnia 1996 roku o rynku kapitałowym i ustawę nr 129 z 21 listopada 1996 roku o rachunkowości. Kolejnym ważnym krokiem było przyjęcie ustawy nr 46 z 15 marca 1999 roku o ochronie praw i interesu inwestorów na rynku kapitałowym, a rok później wprowadzenie liniowego podatku dochodowego dla spółek i osób fizycznych (13%). Od 2002 roku ramy prawne były uaktualniane i korygowane.

Okres po upadku Związku Radzieckiego przyniósł ogromne zmiany gospodarcze, poczynając od drastycznego spadku popytu, uwolnienia cen, rozpadu Rady Wzajemnej Pomocy Gospodarczej i strefy walutowej rubla. Wiele przedsiębiorstw doświadczyło zakłóceń w łańcuchu wartości, braku kapitału i zaburzonej płynności, co prowadziło do rozwoju gospodarki barterowej [Adachi 2010].

Na poziomie makro gospodarka rosyjska wahała się do połowy 1998 roku, kiedy to nastąpiło ponowne załamanie. Kurs rubla spadł dramatycznie, a rząd ogłosił niewypłacalność zarówno długu denominowanego w dolarach, jak i w rublach. Większość banków upadła, korupcja urosła do niewyobrażalnych granic, ściągальność podatków oraz poziom nowych inwestycji były znikome. Gospodarka odbiła się w kolejnych latach, jednak był to wzrost względem bardzo niskiej bazy i spowodowany głównie wzrostem cen ropy. Fundamenty przemysłu innego niż wydobywczy nie zmieniły się istotnie [Black, Kraakman, Tarasova 2000]. Struktura gospodarki nadal pozostaje niebilansowana i uzależniona od firm energetycznych i surowcowych.

Rosyjskie banki do czasu kryzysu 1998 roku nie były zainteresowane udzielaniem długoterminowych kredytów ze względu na hiperinflację oraz opłacalność inwestowania w bony i obligacje skarbowe, a rynki kapitałowe pozostawały mało płynne, co zmuszało przedsiębiorstwa do polegania głównie na zatrzymanych zyskach jako głównym źródle finansowania rozwoju [Adachi 2010].

Wśród zewnętrznych źródeł finansowania przeważały kredyty i pożyczki bankowe oraz emisja dłużnych papierów wartościowych. Dane dotyczące struktury finansowania zewnętrznego rosyjskich przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 10.

Tabela 10. Struktura finansowania zewnętrznego rosyjskich przedsiębiorstw w latach 2001–2006

Rok	Kredyty i pożyczki bankowe	Obligacje i papiery dłużne	Publiczne emisje akcji	Private equity i inne
2001	92,2	6,0	0,0	1,8
2002	73,8	24,3	1,4	0,5
2003	66,8	32,0	0,9	0,3
2004	65,8	27,2	4,9	2,1
2005	57,4	34,4	6,8	1,4
2006	52,6	30,8	15,5	1,1

Źródło: [Lazareva, Rachinsky, Stepanov 2007].

Na przestrzeni lat 2001–2006 widoczna jest zmiana struktury zewnętrznych źródeł finansowania: udział kredytów uległ znaczącemu zmniejszeniu, zaś emisja dłużnych papierów wartościowych i akcji zyskały na popularności. Należy jednak podkreślić, że chociaż kredyty są głównym źródłem finansowania zewnętrznego, to większość rosyjskich spółek ma niewielki udział długu w strukturze kapitału. Struktura kapitału nie była jednak wynikiem świadomych decyzji, a efektem funkcjonowania w niestabilnym otoczeniu i ograniczonych możliwości pozyskania długu i słabo wykształconego rynku kapitałowego [McCarthy i in. 2004].

Niestabilne otoczenie i opór polityczny przeciwko wdrażaniu reform gospodarczych sprawiły, że menedżerowie zaczęli koncentrować się na krótkoterminowej perspektywie i wyprowadzaniu środków z firm (*self-dealing*).

Słabość państwa objawiała się w nieudolności w formułowaniu i efektywnym wdrażaniu reform. Było to szczególnie zauważalne w przypadku egzekucji zobowiązań podatkowych. Nie wypracowano również przejrzystych zasad współpracy na linii państwo–biznes, co w konsekwencji doprowadziło do nieuczciwego lobbingu i kształtowania prawa pod naciskiem wpływowych grup biznesowych i oligarchów. Należy podkreślić, że chociaż struktury państwa okazały się bezradne, to urzędnicy państwowi szybko znaleźli sposoby, aby czerpać prywatne korzyści od firm oczekujących „specjalnego traktowania”. Relacje pomiędzy państwem a biznesem opierały się zatem na nieformalnych powiązaniach i współpracy: administracja roztaczała parasol ochronny nad wielkim biznesem, natomiast oligarchowie zapewniali środki i wsparcie pozwalające urzędnikom utrzymać się przy władzy [Adachi 2010].

Słabość instytucji przejawiała się nie tylko w powolnym procesie ich reformowania, ale także we wzajemnej sprzeczności przepisów, wybiórczości ich stosowania, a także dużej uznaniowości urzędników i sędziów. Prawo upadłościowe przyjęte w 1992 roku powszechnie uznawane było za najgorszy akt prawny w Rosji³⁷ i dopiero jego reforma w 1998 roku stworzyła odpowiednie ramy prawne upadłości. Ustawa o spółkach akcyjnych weszła w życie w 1996 roku i stanowiła trzon nadzoru korporacyjnego, regulując kwestie praw akcjonariuszy.

Poważnym problemem tej ustawy był jednak fakt, że jej projekt został opracowany przez doradców z krajów zachodnich i stanowił kopię rozwiązań anglo-amerykańskich, niespójnych z rosyjską tradycją prawną i nieprzystosowanych do lokalnych uwarunkowań. Szczególnie istotnym problemem był fakt, że prawodawstwo anglo-amerykańskie opiera się na tradycji, zwyczajach i interpretacji prawa w konkretnym kontekście, w tym na koncepcji działania w najlepszym interesie klienta/mocodawcy (*fiduciary duty*), co było czymś zupełnie obcym w Rosji [Adachi 2010]. Badania sugerują, że Rosjanie niechętnie akceptują nowe rozwiązania instytucjonalne jako niespójne z ich tradycjami i jako takie postrzegane są jako element nieznan, niosący niepewność. Nie bez znaczenia jest również kontekst wartości etycznych. Rosyjscy menedżerowie mogą czuć się zagubieni, ponieważ funkcjonują pomiędzy dwoma systemami wartości – jednym rozwiniętym w czasie gospodarki centralnie planowanej – i drugim, który wyłonił się z transformacji, stąd też menedżerów rosyjskich charakteryzuje większy relatywizm norm etycznych niż ich amerykańskich odpowiedników [McCarthy i in. 2004].

³⁷ Najpoważniejszym zarzutem pod adresem tej regulacji była nadmierna ochrona dłużnika i możliwość dokonywania nadużyć kosztem wierzyciela, co dodatkowo pogłębiło niechęć banków do udzielania pożyczek, w konsekwencji ograniczając dostępność dłużnych form finansowania.

Poza wszystkimi wadami nowo uchwalonego prawa o jego słabości decydował też brak odpowiedniej infrastruktury umożliwiającej jego efektywne wdrożenie, będące z jednej strony efektem uwarunkowań kulturowych, z drugiej skutkiem niewydolności systemu sądownictwa.

Rosyjskie uwarunkowania kulturowe i tradycje obejmują niski poziom zaufania, unikanie niepewności, relatywnie duży dystans władzy i zależności od prywatnych sieci układow. Żaden system CG nie może być efektywny bez publicznego zaufania wobec działań podejmowanych przez menedżerów, rady nadzorcze, audytorów i instytucje finansowe. W Rosji istnieje kulturowa skłonność do braku zaufania do pojedynczych osób, ich grup i organizacji, która wykracza poza kontakty sfery osobistej. Transformacja gospodarcza (proces prywatyzacji, dewaluacja rubla, która uszczupliła oszczędności obywateli, chciwość oligarchów oraz wszechobecna korupcja i przestępczość) dodatkowo pogłębiła ten stan. Ponadto głęboko zakorzeniona jest tradycja ignorowania niewygodnych regulacji, a próby załatwienia spraw kanałami oficjalnymi prowadzą do frustracji i porażki [McCarthy i in. 2004].

Chociaż reformy prezydenta Jelcyna skupiały się na zapewnieniu większej niezależności pracownikom wymiaru sprawiedliwości, to zarówno politycy, jak i biznes nadal wywierali na nich faktyczne naciski. Niedofinansowanie sądów ze strony administracji federalnej doprowadziło do zjawiska „sponsoringu” sądów przez urzędników szczebla lokalnego oraz przedstawicieli świata gospodarki. Ponadto większość sędziów była nieprzygotowana do rozpatrywania złożonych spraw gospodarczych [Adachi 2010].

Ogromne znaczenie dla obecnego kształtu rosyjskiej gospodarki miał także proces prywatyzacji. Kiedy rozpoczynano proces powszechnej prywatyzacji w Rosji na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku, jej zwolennicy mieli nadzieję, że rosyjska gospodarka szybko odbije się od dna i zacznie się rozwijać, kiedy uruchomione zostaną mechanizmy proefektywnościowe. Tak się jednak nie stało. Program powszechnej prywatyzacji za pomocą świadectw prywatyzacyjnych uznany został za „umiarkowanie uczciwy”, ale dający kontrolę menedżerom, a to z kolei umożliwiło im transfer bogactwa ze spółki na masową skalę, którego władze państwowe w żaden sposób nie kontrolowały. W pierwszej turze prywatyzacji typowym rezultatem było przejęcie kontroli przez załogę i menedżerów (60–65%), około 20% udział inwestorów indywidualnych i posiadaczy świadectw prywatyzacyjnych oraz 15–20% udział Skarbu Państwa [Black, Kraakman, Tarasova 2000].

Należy podkreślić, że błędem był nie tyle sam program prywatyzacji, co brak wcześniejszego lub równoległego wdrożenia regulacji przeciwdziałających *self-dealingowi*. Paradoksalnie – źle funkcjonujące spółki państwowe były więcej warte dla nieuczciwych niż dla uczciwych inwestorów. Inwestor, który chciałby prowadzić biznes w sposób etyczny, zgodnie z ogólnie przyjętymi standardami krajów rozwiniętych, musiałby liczyć się z poważnymi wydatkami – takimi jak wynagrodzenia pracowników czy podatki, przy czym nie był w stanie zweryfikować potencjału kupowanej spółki ze względu na

niską jakość prowadzonej ewidencji. Dla inwestorów z nieuczciwymi zamiarami zakup spółki stwarzał możliwości transferu majątku ze spółki, korumpowania urzędników i finansowania innych nielegalnych działań, jak np. zastraszanie pracowników domagających się zaległych wynagrodzeń czy dziennikarzy ujawniających nieprawidłowości.

Późniejsze prywatyzacje „aukcyjne” przypominały wyprzedaż najważniejszych spółek państwowych za niewielkie pieniądze na rzecz grupy oligarchów, którzy najpierw czerpali korzyści z majątku państwowego, a następnie przenieśli swoje „talenty” do spółek, które przejęli. Wielkie rosyjskie fortuny powstawały głównie w sektorze bankowym dzięki pozyskaniu zleceń prowadzenia operacji finansowych ministerstw i innych organów administracji. Ponieważ środki publiczne lokowane były w instytucjach finansowych na znikomy procent, bądź w ogóle bez oprocentowania, dawało to bankom szansę na obracanie tymi pieniędzmi na rynku przy wysokich dwucyfrowych stopach procentowych spowodowanych hiperinflacją. Mniej wyrafinowany sposób na szybkie wzbogacenie się polegał na przekierowaniu części środków, które przeznaczone były na realizację konkretnych zadań publicznych, jednak nigdy nie zostały na nie wydane, a rząd nigdy się o nie nie upomniał [Black, Kraakman, Tarasova 2000].

Warto wspomnieć, że najważniejsze spółki nie zostały włączone do programu powszechnej prywatyzacji. Rząd stworzył struktury piramidowe, wnosząc pakiety kontrolne do spółek holdingowych. W ten sposób stworzono siedem koncernów naftowych (Lukoil, Sidanko, Sibneft, Rosneft, Tyumen Oil, Yukos i VNK), koncern energetyczny (United Energy Systems) i telekomunikacyjny (Svyazinvest).

Ważnym etapem w umacnianiu struktur oligarchicznych w Rosji był program „pożyczki za akcje”, w ramach którego w drodze aukcji największe banki udzielały rządowi pożyczek pod zastaw akcji spółek strategicznych. Co istotne, do aukcji nie zostali dopuszczeni inwestorzy zagraniczni. Program ten umożliwił przejęcie właścicielom banków kontroli nad spółkami holdingowymi za niewielki ułamek ich rzeczywistej wartości i bez transparentnych procedur. Jako przykład można tu przytoczyć przypadek spółki Zarubezhzvetmet, która dysponowała 49% udziałów w kopalni miedzi Erdenet stanowiącej joint venture z rządem Mongolii. Ówczesna wartość Zarubezhzvetmet szacowana była na ok. 250 milionów USD, lecz została sprzedana za 150 tysięcy USD osobom z wysokiego kierownictwa spółki, powiązanych z ministerstwem ds. hutnictwa i to pomimo statutowych zapisów, iż Mongolia musi wyrazić zgodę na zmianę rosyjskiego zaangażowania i posiadaniu przez nią prawa pierwokupu. Oficjalne skargi rządu Mongolii zostały zignorowane [Black, Kraakman, Tarasova 2000].

Po fali prywatyzacji, do 2003 roku, około 40% rosyjskiego przemysłu znajdowało się w rękach 22 największych grup biznesowych, przez co koncentracja własności w Rosji była jedną z najwyższych w świecie. Spółki kontrolowane przez państwo odpowiadały za 30% przychodów i zatrudnienia

w przemyśle, zaś ich kapitalizacja stanowiła 20% rynku [Enikopolov, Stepanov 2013].

Od początku XXI wieku państwo rozpoczęło proces tzw. cichej renacjonalizacji i zaczęło przejmować kontrolę nad dużymi prywatnymi koncernami poprzez zakup od 25 do 50% pakietów akcji przez państwowe spółki lub zajmując ich majątek pod zarzutem niepłacenia podatków. Najbardziej nagłośnionym medialnie przykładem była tzw. afera Yukos Oil Company w 2003 roku. Dwaj główni właściciele spółki zostali aresztowani i skazani za oszustwa podatkowe, a główny zakład produkcyjny (Yganskneftgaz) został sprzedany w grudniu 2004 roku na rzecz kontrolowanej przez państwo grupy Rosneft (tab. 11).

Zagrożenie wywłaszczeniem wywołało różne reakcje kluczowych właścicieli, w zależności od branży i ryzyk politycznych. Główne spółki naftowe zdecydowały się na sprzedaż części akcji inwestorom zagranicznym (sprzedaż 50% akcji TNK na rzecz BP, 20% akcji Lukoil dla ConocoPhillips i nieudana próba sprzedaży Yukos Oil na rzecz Exxon), natomiast spółki przemysłu stalowego nie zmieniły struktury własności i skupiły się na restrukturyzacji. Do roku 2006 spółki kontrolowane przez państwo odpowiadały już za 30% kapitalizacji rynku, a w 2010 za 50% [Enikopolov, Stepanov 2013].

Tabela 11. Struktura własności 90 największych rosyjskich spółek w 2010 roku

Charakterystyka	Liczba	Udział %
Spółki z rozproszonym akcjonariatem (brak akcjonariusza, który posiadałby co najmniej 25% udział)	12	13,3
Posiadające co najmniej jednego dużego akcjonariusza, dysponującego udziałem >25%, w tym:	78	86,7
z udziałem państwa >25%	39	43,3
z udziałem osób/instytucji prywatnych >25%	46	51,1
Posiadające akcjonariusza większościowego (udział >50%), w tym:	54	60,0
państwo w sposób pośredni	22	24,4
państwo w sposób bezpośredni	8	8,9
osoby/instytucje prywatne	24	26,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Enikopolov, Stepanov 2013].

Silna rola państwa w gospodarce umocniła się dodatkowo po kryzysie finansowym w 2008 roku. Rząd wykorzystał państwowy bank Vnesheconombank, aby przeprowadzać interwencje na rynku kapitałowym na przełomie 2008 i 2009 roku oraz do udzielania korporacjom pożyczek umożliwiających obsługę ich zagranicznego długu. Zabezpieczeniem pożyczek były akcje dłużników, jednak jak dotąd Vnesheconombank nie zdecydował się na konwersję niespłaconych długów i przejęcie kontroli nad pożyczkobiorcami [Sprenger 2010].

Główne typy konfliktów dotyczących nadzoru korporacyjnego, jakie pojawiają się w Rosji, występują pomiędzy:

- akcjonariuszem dominującym i mniejszościowymi w spółkach prywatnych,
- dużymi akcjonariuszami,
- akcjonariuszami mniejszościowymi i zarządem w spółkach z udziałem państwa.

Pierwszy z wymienionych typów konfliktów jest charakterystyczny dla gospodarek ze skoncentrowaną strukturą własności.

Od strony formalnej ochrona praw inwestorów mniejszościowych w Rosji przyjęta przez reformy prawne (nowelizacja prawa upadłościowego, ustawy o spółce akcyjnej i ustawy o rynku kapitałowym) i opracowanie kodeksu dobrych praktyk w 2002 roku spełnia wszystkie wymagania OECD w tym zakresie. Natomiast ich wdrożenie pozostawia wiele do życzenia.

Zgodnie z zapisami ustawy o spółce akcyjnej podmiot, który zamierza nabyć akcje uprawniające do wykonywania ponad 30% głosów, powinien (jednak nie ma obowiązku) ogłosić wezwanie do sprzedaży. W przypadku przekroczenia progów 30%, 50% i 75% nabywca zobowiązany jest do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje. W przypadku uzyskania pakietu ponad 95% głosów nabywca ma prawo żądania przymusowego odkupienia akcji (procedura *squeeze-out*). W tej sytuacji również akcjonariusze mniejszościowi mogą wystąpić z żądaniem odkupienia akcji pozostających w obrocie.

Częściowym rozwiązaniem problemu przestrzegania zapisów prawa i ochrony akcjonariuszy mniejszościowych mogłyby być mechanizmy nieformalne, takie jak aktywność akcjonariuszy i mediów, które jednak nie mogą się rozwinąć, ponieważ wymagałoby to dużej przejrzystości funkcjonowania spółek, sprawnych i niezawisłych sądów oraz niezależnych mediów. Nieliczne przykłady aktywizmu akcjonariuszy można było obserwować w przypadku działań Hermitage Capital Management – funduszu powołanego w 1996 roku specjalizującego się w inwestycjach w rosyjskie akcje. W początkowej fazie fundusz wykorzystywał tradycyjne metody zarządzania portfelem aktywów i do 1997 roku zgromadził aktywa warte 1,15 mld USD, jednak kryzys 1998 roku sprawił, że wszystkie dotychczasowe zyski zostały utracone. Od 1998 roku fundusz zaczął skupiać się na aktywnym działaniu jako akcjonariusz spółek portfelowych i wykorzystywał strategię ujawniania nieprawidłowości i nadużyć w obszarze nadzoru korporacyjnego opracowaną przez amerykański CalPERS (*polityka name and shame*).

Ze względu na brak odpowiednich mediów w Rosji fundusz publikował swoje doniesienia na łamach „The Financial Times”, „The Wall Street Journal”, „The Economist”, „Fortune” i „Business Week”. W wielu przypadkach (np. Gazprom, Sidanco, Sberbank) działania Hermitage Fund okazały się skuteczne i pozwoliły z jednej strony wyeliminować nagłośnione nieprawidłowości, z drugiej zaś – uzyskać imponujący wzrost ceny jednostek uczestnictwa (465% w ciągu pierwszych sześciu lat, 2697% w ciągu pierwszych

jedenastu lat działalności) [Dyck 2002]. Niestety próby wywierania wpływu na rosyjskie spółki miały swój tragiczny finał. W 2005 roku prezes funduszu Bill Bowder został objęty zakazem wjazdu na teren federacji [NY Times 2008], zaś w 2009 roku reprezentant spółki na terenie Rosji – prawnik Siergiei Magnitsky – został aresztowany i po jedenastu miesiącach zmarł w więzieniu w niewyjaśnionych okolicznościach. Na początku 2013 roku zarządzający zmuszeni byli podjąć decyzję o zamknięciu funduszu inwestującego w Rosji i skoncentrowaniu się na innych rynkach rozwijających się. W tym samym roku rosyjski wymiar sprawiedliwości wydał za Bowderem list gończy pod zarzutem unikania płacenia podatków [FT 2013; Guardian 2013].

W 2009 roku w prawodawstwie rosyjskim wprowadzono instytucję porozumienia akcjonariuszy, jednak podobnie jak wiele innych regulacji prawnych jej wdrożenie wydaje się wątpliwe. Dotychczasowa praktyka polegała na zawieraniu porozumień w ramach obcych jurysdykcji prawnych w celu dochodzenia roszczeń przed sądami cywilnymi lub arbitrażowymi (głównie w Londynie lub Sztokholmie). Należy jednak podkreślić, że skuteczność wyroków i ugód zawartych przed obcymi sądami rzadko bywa respektowana w Rosji.

W przypadku konfliktu na linii akcjonariusze mniejszościowi–zarząd w spółkach z udziałem państwa bardzo często pojawia się problem nakładania przez dominującego akcjonariusza celów innych niż maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy (np. utrzymanie zatrudnienia czy utrzymanie cen na poziomie umożliwiającym dostępność produktów dla mniej zamożnej części społeczeństwa) lub wręcz sprzecznych z tą koncepcją, a podporządkowanych interesom politycznym i walce o wpływy. Ponadto spółki państwowe są chronione przed upadłością i konkurencją rynkową. W przypadku trudności finansowych rząd często udziela im pomocy finansowej, a ewentualne problemy związane z ustawodawstwem antymonopolowym zwykle rozstrzyga na korzyść własnych spółek, co dodatkowo eliminuje jakiegokolwiek zachęty proefektywnościowe [Enikopolov, Stepanov 2013].

W okresie 2001–2014 30% spółek państwowych badanych przez Wyższą Szkołę Ekonomiczną w Moskwie otrzymywało środki na inwestycje, 36% uczestniczyło w programach realizacji zamówień publicznych, zaś 38% otrzymało pomoc ze strony władz regionalnych lub lokalnych, polegającą np. na obniżeniu cen za korzystanie z dóbr publicznych lub podatków, subsydiowaniu działalności lub pożyczek bankowych oraz udzielaniu poręczeń kredytowych. Ponadto 44% spółek publicznych korzystało z pomocy urzędników przy nawiązywaniu kontaktów z bankami, inwestorami czy innymi przedsiębiorstwami. W przypadku spółek prywatnych udział podmiotów korzystających z pomocy publicznej był znacznie niższy i wynosił odpowiednio: 12%, 22%, 19% i 25%, co z jednej strony wskazuje na nierówne traktowanie obu tych grup, z drugiej zaś – dodatkowo umacnia tezę o ogromnym wpływie państwa w gospodarce rosyjskiej.

Wyniki badań Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Moskwie potwierdzają także niewielkie nasilenie konkurencji. Z analiz wynika, że 42,7% menedże-

rów spółek państwowych nie odczuwa istotnego zagrożenia ze strony krajowych konkurentów, zaś w przypadku konkurowania ze spółkami zagranicznymi lub rosyjskimi z udziałem kapitału zagranicznego presji konkurencyjnej nie odczuwa odpowiednio aż 84,2% i 85,8% menedżerów spółek państwowych. Opinie menedżerów spółek prywatnych i państwowych nie odbiegały od siebie znacząco [Sprenger 2010].

Ważną datą w historii kształtowania się systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji był rok 1996, kiedy uchwalono ustawę o rachunkowości, oraz powstanie pierwszej profesjonalnej organizacji skupiającej księgowych (Institute of Professional Accountants of Russia) w 1997 roku. Rosyjski system regulacji rachunkowości składa się z regulacji na czterech poziomach, przedstawionych w tabeli 12.

Tabela 12. Rosyjski system regulacji dotyczących rachunkowości

Poziom	Dokument	Status
Poziom 1 Władze federalne	Ustawy na poziomie federalnym: <ul style="list-style-type: none"> ustawa o rachunkowości ustawa o spółce akcyjnej ustawa o spółce z ograniczoną odpowiedzialnością ustawa o banku centralnym program reformy rachunkowości zgodnie z MSR 	obligatoryjne
Poziom 2 Ministerstwo Finansów; Bank Centralny	Standardy krajowe i rozporządzenia: <ul style="list-style-type: none"> krajowe standardy rachunkowości wytyczne w sprawie rachunkowości banków 	obligatoryjne
Poziom 3 Ministerstwo Finansów i inne ministerstwa	<ul style="list-style-type: none"> plan kont z instrukcją wdrożenia instrukcje do krajowych standardów rachunkowości (zarządzenia wydawane od 1998) 	zalecane
Poziom 4 Spółka	<ul style="list-style-type: none"> sformalizowane indywidualne rozwiązania przyjmowane w spółce (np. plan kont i zasady rachunkowości) 	opracowywane indywidualnie

Źródło: [McGee, Preobragenskaya 2006].

Próby raportowania w oparciu o standardy międzynarodowe pojawiły się wraz z perspektywą pozyskiwania kapitału na amerykańskich i zachodnioeuropejskich rynkach kapitałowych. Program reformy rachunkowości został przyjęty przez rząd w 1998 roku. Pierwszym planowanym terminem wdrożenia nowych regulacji rachunkowości był rok 2000, kolejnym 2004, jednak w tym roku obowiązkiem sporządzania sprawozdań zgodnie z MSSF objęte zostały tylko instytucje finansowe³⁸ [McGee, Preobragenskaya 2006].

³⁸ W okresie przejściowym 2004–2006 banki musiały sporządzać podwójne sprawozdanie wg MSSF i krajowych standardów.

W latach 2010–2011 przyjęto kolejny pakiet rozwiązań prawnych, zabraniających wykorzystywania informacji poufnych w obrocie papierami wartościowymi, wprowadzających wymóg ujawniania akcji uprzywilejowanych i poprawki do procedur wypłaty dywidendy. Przyjęto także regulacje promujące MSSF, jednak nie zostały one efektywnie wdrożone [Enikopolov, Stepanov 2013].

Wśród rosyjskich księgowych i audytorów panowało przekonanie, że raportowanie w oparciu o międzynarodowe standardy nie jest potrzebne, ponieważ standardy krajowe są równie dobre i wystarczające z punktu widzenia właścicieli przedsiębiorstwa. Ponadto do 2003 roku wynagrodzenia związane z audytem sprawozdania według międzynarodowych standardów nie stanowiły kosztu uzyskania przychodu, co dodatkowo zniechęcało do stosowania rozwiązań zagranicznych. Poważnym problemem jest także mentalność rosyjskich księgowych. Nie chodzi tu tylko o naturalny opór przed zmianą i próby zachowania status quo, lecz o inercję filozofii rachunkowości istniejącej w gospodarce planowej, która koncentrowała się na rejestrowaniu zdarzeń, a nie na aspekcie decyzyjnym. Jak podkreślają McGee i Preobragenskaya [2004], księgowi woleliby korzystać z jednoznacznych instrukcji ujmowania zdarzeń gospodarczych i raportowania. Dlatego stosowanie standardów międzynarodowych, które wymagają profesjonalnej oceny sytuacji przedsiębiorstwa w określonym kontekście, wiąże się dla nich z dużym poczuciem dyskomfortu.

Pośród największych problemów prawnych związanych z rachunkowością i raportowaniem wymieniany jest brak jasnej definicji „podmiotu stowarzyszonego/powiązane”, co prowadzi do luk w zakresie uregulowania transakcji z podmiotami powiązаныmi, ujawniania porozumień mających na celu sprawowanie kontroli i omijania wymogu ogłaszania wezwań. Inną kwestią jest krzyżowe posiadanie akcji spółki matki i spółek córek, co pozwala głównemu akcjonariuszowi spółki matki sprawować kontrolę nieproporcjonalną do wniesionego wkładu [Enikopolov, Stepanov 2013].

Ustrój wewnętrzny rosyjskich korporacji przypomina nieco rozwiązania francuskie, z radą dyrektorów i silną pozycją dyrektora generalnego, jednak posiada również pewne cechy specyficzne.

Najważniejszym organem spółki jest walne zgromadzenie akcjonariuszy, które obligatoryjnie musi zostać zwołane przynajmniej raz w roku, nie wcześniej niż dwa i nie później niż sześć miesięcy po zakończeniu roku obrotowego, który w Rosji pokrywa się z rokiem kalendarzowym. Pozostałe spotkania mają charakter nadzwyczajnego WZA. Rosyjskie prawo dopuszcza emisję akcji uprzywilejowanych, co jest pozostałością po procesie prywatyzacji. Najpopularniejsze akcje uprzywilejowane to akcje nieme, z uprzywilejowaniem dotyczącym wypłaty dywidendy i pierwszeństwem zaspokojenia roszczeń w przypadku likwidacji. Zmiany zakresu uprzywilejowania wymagają zgody podwyższonej większości właścicieli (2/3 głosów), przy czym inwestorzy uprzywilejowani zyskują w tym przypadku prawo głosu, co w praktyce oznacza możliwość wetowania takich zmian [Muravyev 2013].

Warto również wspomnieć o możliwości emitowania tzw. złotej akcji, z której władze rosyjskie chętnie korzystały. Liczbę spółek, w których władze federalne posiadają wyłącznie złotą akcją, przedstawia tabela 13.

Tabela 13. Złota akcja w spółkach rosyjskich w latach 2001–2007

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Liczba spółek, w których rząd federalny dysponuje jedynie złotą akcją	542	750	118	251	259	243	181

Źródło: [Sprenger 2010, s. 6].

Dość nietypowo uregulowana jest kwestia prowadzenia księgi akcyjnej. Wymóg prowadzenia rejestru wspólników przez zewnętrzną instytucję obowiązuje spółki, w których liczba akcjonariuszy przekracza pięćdziesiąt. W przypadku mniejszej liczby wspólników spółka może samodzielnie prowadzić rejestr. Rejestry prowadzone są przez wyspecjalizowane podmioty nadzorowane przez odpowiednik polskiej Komisji Nadzoru Finansowego, jednak ich wiarygodność i możliwości operacyjne w tak złożonym otoczeniu stoją pod dużym znakiem zapytania. Transfer księgi akcyjnej pomiędzy różnymi podmiotami prowadzącymi rejestry bywa wykorzystywany jako mechanizm uniemożliwiający wprowadzenie zmian i chroniący przed przejęciem. Przykłady problemów z rzetelnością prowadzonych rejestrów akcjonariuszy przedstawiają Lazareva, Rachinsky, Stepanov [2007].

Centralny Depozyt papierów wartościowych powołany został dopiero ustawą nr 414 z dnia 7 grudnia 2011 roku o Centralnym Depozycie. Od 1 stycznia 2012 roku jest to jedyny podmiot uprawniony do prowadzenia rachunków depozytowych papierów wartościowych spółek w publicznym obrocie. Ponadto Centralny Depozyt ma wyłączność na prowadzenie rachunków umożliwiających rozliczanie transakcji dla swoich zagranicznych odpowiedników z państw członkowskich OECD i kilku innych organizacji, a także krajowych spółek emitujących papiery wartościowe na zagranicznych rynkach. Rachunek w Centralnym Depozycie mogą również otworzyć brokerzy z krajów OECD i państw, z którymi Federalna Komisja Rynków Finansowych (FKRF) ma podpisaną umowę o współpracy [NAUFOR 2012].

Do głównych uprawnień WZA należy zatwierdzanie zmian w statucie, zgoda na reorganizację lub likwidację przedsiębiorstwa, zatwierdzanie wypłaty dywidendy oraz sprawozdania finansowego, wybór audytora i członków rady dyrektorów, która musi zostać powołana w przypadku spółek z minimum pięćdziesięcioma akcjonariuszami.

Rada dyrektorów odpowiada za nadzór nad działalnością spółki w ramach uprawnień przyznanych przez prawo i statut spółki. Główną rolą rady jest wyznaczanie strategicznych kierunków działania, zwoływanie WZA i ułożenie jego programu, decydowanie o emisji papierów dłużnych i wydawanie rekomendacji w sprawach istotnych dla spółki, jak np. podział zysków. Podobnie jak w Polsce rada nie ma uprawnienia do bieżącego zarządzania. Wielkość

i skład rady są regulowane przez ustawę o spółkach akcyjnych i, co ciekawe, wynikają z liczby akcjonariuszy uprawnionych do głosowania. Minimalna wielkość rady to pięciu członków, jednak jeśli akcjonariuszy jest więcej niż tysiąc, spółka zobowiązana jest powołać kolejnych dwóch członków, a w przypadku przekroczenia liczby 10 000 akcjonariuszy, rada musi składać się co najmniej z dziewięciu osób. W skład rady mogą wchodzić jedynie osoby fizyczne, co jest warte zaakcentowania, ponieważ jednoosobowy zarząd może zostać powierzony osobie prawnej – tzw. „organizacji zarządzającej”. Ciekawostką jest również fakt, że w skład rady nie może wchodzić akcjonariusz.

Kadencja rady trwa do następnego zwyczajnego WZA (około roku), co uniemożliwia stosowanie mechanizmu „kaskadowych rad” (*staggered board*), polegających na stopniowej wymianie części rady. Jednak w każdym momencie WZA może zdecydować o odwołaniu członka rady. Nie ma żadnych ograniczeń dotyczących liczby kadencji, na jakie może zostać wybrana dana osoba. W celu zapewnienia reprezentacji akcjonariuszy mniejszościowych w radzie, w spółkach gdzie liczba akcjonariuszy przekracza tysiąc, członkowie rady są wybierani w drodze głosowania kumulatywnego (*cumulative voting*), polegającego na przemnożeniu liczby posiadanych akcji każdego inwestora przez liczbę miejsc w radzie. Głosy, którymi dysponuje akcjonariusz, mogą zostać oddane na jedną osobę, bądź rozdzielone pomiędzy kilku kandydatów. W spółkach z mniejszą liczbą współwłaścicieli procedura ta jest dopuszczalna, ale nie jest wymagana [Muravyev 2013].

Zarząd w rosyjskich spółkach może być jedno- lub wieloosobowy, a jego członkowie powoływani są w zależności od zapisów w statucie albo przez radę albo przez WZA. Warto również podkreślić nietypowe rozwiązanie prawne umożliwiające powierzenie zarządzania spółką tzw. organizacji zarządzającej, czyli innej osobie prawnej.

Rosyjskie prawo zabrania łączenia funkcji przewodniczącego rady z jednoosobowym zarządem, jednak często członkowie zarządu zasiadają w radzie jako zwykli członkowie [Muravyev 2013]. Ich udział w radzie zgodnie z ustawą o rynku kapitałowym nie może jednak przekroczyć 25%. Rady dyrektorów zdominowane są przez przedstawicieli dużych akcjonariuszy i członków zarządu. Istotne znaczenie mają również przedstawiciele lokalnych władz, którzy mimo że nie posiadają akcji, to często są powoływani w skład rady [Lazareva, Rachinsky, Stepanov 2007].

Jak podaje Sprenger [2010], przedstawiciele akcjonariuszy mniejszościowych stanowili średnio 5% składu rady w obu typach spółek, zaś członkowie niezależni odpowiednio 8% w spółkach państwowych i 5% w spółkach prywatnych, chociaż wśród najbardziej płynnych spółek giełdowych sytuacja wygląda lepiej.

Rosyjski rynek kapitałowy i transakcje, które się na nim dokonują, regulowane są przez ustawę nr 39 o rynku kapitałowym z 22 kwietnia 1996 z późniejszymi zmianami. Ponadto proces emisji i wprowadzania papierów wartościowych do obrotu podlega również regulacjom Federalnej Komisji

Rynków Finansowych oraz organizatora obrotu. Warto wspomnieć, że od 2013 roku rozpoczął się proces wcielania FKRF do Banku Rosji. W 2014 roku FKRF będzie funkcjonowała jako autonomiczny dział banku centralnego, zaś od początku 2015 roku, jej funkcję przejmą wydziały Banku Rosji [Baker McKenzie 2013].

Proces przygotowania i przeprowadzenia IPO w Rosji zajmuje od czterech do siedmiu miesięcy. Wymogi stawiane emitentom wprowadzającym papiery do zorganizowanego obrotu są zdecydowanie niższe od tych, które obowiązują w krajach Europy Zachodniej czy USA [Rudomino, Amosova, Volgina 2013].

Dopuszczenie papierów wartościowych emitenta do obrotu nie jest jednoznaczne z wprowadzeniem ich do obrotu giełdowego, gdyż rosyjskie prawo dopuszcza również obrót pozagiełdowy. W Rosji głównym operatorem giełdowym jest giełda moskiewska (Moscow Exchange – MOEX), która powstała w grudniu 2011 roku z połączenia dwóch platform transakcyjnych: Moscow Interbank Currency Exchange Group (MICEX) – najstarszego krajowego organizatora obrotu na rynku kapitałowym, pieniężnym i walutowym – oraz Russian Trading System Group – wiodącego organizatora obrotu instrumentami pochodnymi. Od 15 lutego 2013 roku MOEX jest również spółką giełdową [MOEX 2014]. Giełda moskiewska wyróżnia kilka segmentów notowań, które różnią się wymaganiami dotyczącymi kapitalizacji, płynności obrotu oraz sprawozdawczości, które zaprezentowano w tabeli 14. Procedura oraz kryteria kwalifikacji do odpowiedniego segmentu notowań opisane są w Zarządzeniu FKRF z 28 grudnia 2010 roku o regulacji czynności transakcyjnych na rynku kapitałowym.

Papiery wartościowe są po raz pierwszy klasyfikowane do odpowiedniego segmentu na etapie wprowadzania do obrotu, a następnie okresowo reklasyfikowane, po spełnieniu odpowiednich wymogów, przy czym spółki debiutujące mogły trafić jedynie do segmentu V lub I [Rudomino i in. 2013].

W lutym 2014 roku giełda zapowiedziała wprowadzenie zmian dotyczących segmentów notowań. Segmenty A1 i A2 zostaną połączone w Segment 1, Segmenty B, V oraz I w Segment 2 a Segment 3 stanowić będzie zorganizowany obrót pozagiełdowy. Celem, który przyświeca zmianom, jest podniesienie jakości nadzoru korporacyjnego i przyciągnięcie inwestorów instytucjonalnych o bardziej konserwatywnym nastawieniu. Klasyfikacja do segmentów odbywać się będzie głównie w oparciu o kryterium liczby akcji w wolnym obrocie, a dla Segmentu 1 przewidziano dodatkowe kryteria obejmujące obowiązek utworzenia komitetów i zapewnienia odpowiedniej reprezentacji członków niezależnych. Nowością ma być również możliwość klasyfikacji do Segmentu 1 już na etapie IPO [MOEX 2014].

Ze względu na ograniczenia rodzimego rynku rosyjskie spółki często poszukiwały kapitału poza granicami kraju. Dwie trzecie IPO (*Initial Public Offering*, czyli pierwsza emisja publiczna) w okresie od 2005–2012 roku miało miejsce na zagranicznych rynkach, przy czym największą popularnością cieszył się rynek w Londynie, co przedstawia tabela 15.

Tabela 14. Wymagania stawiane emitentom w ramach różnych segmentów notowań giełdy moskiewskiej

Wymagania \ Segment	A1	A2	B	V	I
minimalna kapitalizacja	10 mld RUB	3 mld RUB	1,5 mld RUB	brak wymogów	60 mln RUB
maksymalna koncentracja akcji w posiadaniu głównego akcjonariusza i podmiotów z nim powiązanych	75%	75%	90%	brak wymogów	brak wymogów
minimalny czas istnienia spółki przed klasyfikacją do segmentu	3 lata	3 lata	1 rok	3 lata	brak wymogów
wymóg sporządzania sprawozdania finansowego zgodnie z MSSF/ US GAAP	1 rok	1 rok	brak wymogów	brak wymogów	brak wymogów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Rudomino i in. 2013].

Tabela 15. IPO spółek rosyjskich w latach 2005–2012

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Razem
NASDAQ	–	1	2	–	–	–	1	1	5
DB	–	1	1	–	–	–	1	–	3
HKEX	–	–	–	–	–	2	–	–	2
NYSE	–	–	–	–	–	–	–	1	1
LSE	11	19	15	3	2	3	7	4	64
MOEX	3	7	14	3	1	7	1	1	37
RAZEM	14	28	32	6	3	12	10	7	112

Źródło: [PwC 2013].

Warto tu wspomnieć, że emitenci z Rosji nie mieli przed 2012 rokiem możliwości bezpośredniego wprowadzenia swoich instrumentów finansowych do zagranicznych notowań ze względu na brak centralnego rejestru papierów wartościowych, który umożliwiłby dokonanie rozliczenia transakcji zgodnie z przyjętymi na Zachodzie standardami, czyli w ciągu trzech dni roboczych [Rudomino i in. 2013]. Największe rosyjskie spółki masowo decydowały się zatem na notowania na zagranicznych giełdach poprzez programy kwitów depozytowych, dlatego też władze zdecydowały się wprowadzić ograniczenia mające na celu wspieranie rodzimego rynku kapitałowego [Lazareva, Rachinsky, Stepanow 2007]. Zgodnie z ustawą o rynku kapitałowym i zarządzeniem nr 21 z 10 czerwca 2009 roku dotyczącym procedury wydawania przez FKRIF

zgody na emisję i/lub wprowadzenie do zorganizowanego obrotu papierów rosyjskich emitentów poza granicami kraju, emisja lub obrót papierami wartościowymi rosyjskich spółek na zagranicznych giełdach możliwa jest dopiero po uzyskaniu zgody FKRF. Zgoda taka może zostać wydana wyłącznie spółkom obecnym na giełdzie moskiewskiej. W zależności od segmentu notowań liczba akcji w obrocie poza granicami kraju nie może przekroczyć:

- dla emitentów z segmentów A1 i A2 – 25%;
- dla emitentów z segmentu B – 15%, a w przypadku gdy FKRF podpisała umowę o współpracy i wymianie informacji ze swoim odpowiednikiem w danym kraju – 25%;
- dla emitentów z segmentów V i I – 5%, a w przypadku gdy FKRF podpisała umowę o współpracy i wymianie informacji ze swoim odpowiednikiem w danym kraju – 25%.

Niezależnie od segmentu notowań spółki o strategicznym znaczeniu zostały objęte dodatkowymi limitami. Dotyczy to w szczególności spółek zajmujących się wydobywaniem surowców naturalnych, które do zagranicznego obrotu mogą wprowadzić nie więcej niż 5% kapitału podstawowego. Powyższe ograniczenia dotyczą nie tylko akcji, ale również instrumentów reprezentujących akcje, takich jak GDR czy ADR.

Ponadto w przypadku IPO na krajowym rynku uplasowane musi zostać co najmniej 95% emisji, a w kolejnych emisjach minimum 50%. Doprowadziło to do sytuacji, w której emitenci, aby ominąć te regulacje, zdecydowali się powoływać w innym kraju spółkę specjalnego przeznaczenia do emisji papierów wartościowych [Baker McKenzie 2013; Naufor 2010].

Wymagania dotyczące przejrzystości funkcjonowania spółki na rosyjskim rynku kapitałowym regulowane są zarządzeniem FKRF z 10 października 2006 roku o uznaniu regulacji w sprawie ujawniania informacji przez emitentów akcji. Informacje muszą być przez spółkę przekazane niezwłocznie, poprzez publikację w wiadomościach jednej z uznawanych agencji informacyjnych (w ciągu jednego dnia) oraz przez umieszczenie na korporacyjnej stronie internetowej (w ciągu dwóch dni). Zakres ujawnianych informacji obejmuje między innymi:

- raporty roczne,
- kwartalne sprawozdania zgodne ze wzorcem FKRF,
- roczną opinię audytora,
- statut i inne dokumenty korporacyjne,
- informację o podmiotach powiązanych ze spółką,
- inne istotne informacje mogące wpłynąć na sytuację finansową lub działalność biznesową emitenta.

Regulacje prawne dotyczące wykorzystania informacji poufnych w obrocie zostały uchwalone 27 lipca 2010 roku (ustawa nr 224 z 27 lipca 2010 roku o przeciwdziałaniu wykorzystaniu informacji poufnych i manipulacjom w obrocie). Ustawa weszła w życie dopiero od 27 stycznia 2011 roku. O ile dokument ten definiuje generalną ideę informacji poufnych, wskazuje listę działań

uznawanych za manipulacje i grożących za nie sankcji karnych, to ustawa nie przewiduje możliwości unieważnienia transakcji dokonanych z naruszeniem prawa [Baker McKenzie 2013; Naufor 2010].

6.2. Regulacje corporate governance

Ze względu na fakt, że regulacje prawne nie są w stanie zapewnić efektywnych ram nadzoru korporacyjnego, szczególnego znaczenia nabierają działania nastawione na zmianę kultury biznesowej oraz promocję dobrych praktyk. Rok po kryzysie, w 1999 roku, z inicjatywy OECD i Banku Światowego utworzone zostało forum Russian Corporate Governance Roundtable, które przeanalizowało słabości rosyjskiego systemu nadzoru korporacyjnego. Wśród licznych rekomendacji opublikowanych w Białej księdze, poza koniecznością zapewnienia lepszego funkcjonowania prawa, pojawiło się zalecenie opracowania kodeksu dobrych praktyk [OECD 2001].

Pierwszy kodeks wydany został w 2002 roku wraz z reformą wielu aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Kodeks funkcjonuje pod dwoma anglojęzycznymi nazwami The Corporate Governance Code lub The Russian Code of Corporate Conduct. 92-stronicowy kodeks składa się z wprowadzenia i dziesięciu rozdziałów zaprezentowanych w tabeli 16. Obligatoryjne wymogi prawne przenikają się w nim z dobrowolnymi rekomendacjami. Co ciekawe, spółki – z pewnymi wyjątkami – nie mają obowiązku raportowania przestrzegania zasad zawartych w kodeksie i przekazanie informacji w tym zakresie zależy od dobrej woli spółek.

We wstępie, podobnie jak w kodeksach w innych krajach, znaleźć można obszerny opis znaczenia dobrych praktyk dla prawidłowego rozwoju rynku kapitałowego i jego uczestników, jednak fragment ten kończy kilkukrotne podkreślenie, że zapisy kodeksu w żaden sposób nie obligują spółek do ich wdrożenia [Corporate Governance Code 2002].

Rozdział 1 „Zasady corporate governance” prezentuje zalecenia, które zdaniem autorów mają budować zaufanie pomiędzy stronami zaangażowanymi w proces nadzoru korporacyjnego i obejmują siedem zasad, z których większość jest następnie rozwijana w dalszych rozdziałach kodeksu. Kodeks rekomenduje, aby akcjonariusze mieli zagwarantowane rzeczywiste prawo do wykonywania swoich praw korporacyjnych, takich jak rejestracja i przeniesienie własności, udział w WZA, udział w zyskach czy dostęp do informacji. Podkreśla się również, iż akcjonariusze nie powinni nadużywać swoich praw ani szkodzić spółce swoim działaniem. Ponadto w kodeksie znalazł się zapis o równym traktowaniu akcjonariuszy, ale tylko w ramach tych samych klas akcji, transparentnej procedurze wyboru członków organu spółki i zakazie wykorzystania poufnych informacji w obrocie. W przypadku gdy zawarcie określonej transakcji leży w interesie dyrektora lub menedżera, powinien on o tym poinformować – nie ma natomiast zapisu o powstrzymaniu się od głosowania w takim przypadku.

Tabela 16. Konstrukcja rosyjskiego Kodeksu dobrych praktyk z 2002 roku

Część kodeksu	Zasady
1. Zasady corporate governance	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zapewnienie efektywnego wykonywania praw akcjonariuszy 2. Równe traktowanie akcjonariuszy posiadających tę samą liczbę akcji tej samej klasy 3. Zapewnienie strategicznego zarządzania spółką przez radę dyrektorów 4. Zapewnienie możliwości efektywnego prowadzenia codziennych operacji przez zarząd 5. Zapewnienie szybkiego dostępu do informacji o spółce 6. Uwzględnianie oczekiwań interesariuszy 7. Efektywna kontrola operacji biznesowych i finansowych
2. Walne zgromadzenie akcjonariuszy	<ol style="list-style-type: none"> 1. Procedura zwoływania WZA 2. Procedura przeprowadzania WZA
3. Rada dyrektorów	<ol style="list-style-type: none"> 1. Funkcjonowanie rady 2. Skład i wybór członków rady 3. Obowiązki członków rady 4. Czynności rady 5. Wynagrodzenie członków rady 6. Odpowiedzialność członków rady
4. Zarząd spółki	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kompetencje zarządu 2. Tworzenie i skład zarządu 3. Obowiązki zarządu 4. Czynności zarządu 5. Wynagrodzenie zarządu 6. Odpowiedzialność zarządu
5. Sekretarz spółki	<ol style="list-style-type: none"> 1. Funkcja sekretarza spółki 2. Powoływanie i zwalnianie sekretarza spółki
6. Szczególne zdarzenia korporacyjne	<ol style="list-style-type: none"> 1. Klasyfikacja do szczególnych zdarzeń korporacyjnych 2. Nabycie 30% lub więcej akcji (przejęcie) 3. Reorganizacja spółki 4. Likwidacja spółki
7. Obowiązki informacyjne	<ol style="list-style-type: none"> 1. Polityka informacyjna spółki 2. Formy publikacji informacji 3. Zapewnienie dostępu do informacji 4. Informacje poufne stanowiące tajemnicę handlową lub zawodową
8. Nadzór nad operacjami spółki	<ol style="list-style-type: none"> 1. System nadzoru nad operacjami finansowymi i biznesowymi spółki 2. Kontrola operacji biznesowych 3. Organizacja i działalność audytu wewnętrznego 4. Audyt zewnętrzny
9. Dywidenda	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ustalenie wielkości dywidendy 2. Wypłata dywidendy 3. Konsekwencje niewypłacenia dywidendy w odpowiedniej wysokości lub terminie
10. Rozwiązywanie konfliktów korporacyjnych	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zasady główne 2. Rozstrzyganie konfliktów przez organy spółki 3. Udział spółki w rozwiązywaniu konfliktów pomiędzy akcjonariuszami

Źródło: [Corporate Governance Code 2002].

Szereg zapisów poświęcono konstrukcji rady dyrektorów. Generalna zasada mówi, że skład rady powinien gwarantować możliwie najbardziej efektywne wykonywanie powierzonych jej obowiązków. W tym celu rada powinna mieć w składzie „odpowiednią liczbę” członków niezależnych, jednak doprecyzowanie tego określenia znajduje się w kolejnych rozdziałach kodeksu. Zaleca się przy tym, aby wymagania dotyczące ustalania kworum uwzględniały obecność dyrektorów niezarządzających oraz członków niezależnych. Wśród komitetów, które powinny funkcjonować w ramach rady, wyróżnia się: komitet planowania strategicznego, komitet audytu, komitet nominacji i wynagrodzeń oraz, co ciekawe, komitet ds. rozwiązywania konfliktów korporacyjnych.

Rekomendacje dotyczące zarządu sugerują, żeby było to ciało kolegialne, zdolne do podejmowania bieżących decyzji biznesowych. W przypadku gdy podjęto decyzję o powierzeniu zarządzania spółką jednej osobie lub organizacji zarządzającej, akcjonariusze powinni dysponować rzetelną wiedzą o kandydacie, informacją na temat powodów takiego umocowania oraz ryzyk z nim związanych. Do wiadomości akcjonariuszy powinien ponadto zostać przedłożony projekt kontraktu oraz gwarancja, że osoba/organizacja dysponuje środkami niezbędnymi do zrefundowania spółce strat spowodowanych swoim błędnym działaniem.

Zalecenia dotyczące wynagradzania zarządu wskazują jedynie na konieczność powiązania jego wielkości z kwalifikacjami i nakładem pracy – nie wspomina się o powiązaniu z wynikami przedsiębiorstwa. Niewiele uwagi poświęcono także relacjom z interesariuszami. Dwa szczegółowe zalecenia mówią o konieczności wzięcia pod uwagę oczekiwań interesariuszy oraz zachęcaniu pracowników do efektywnej pracy.

Kolejnym aspektem poruszonym w ramach zagadnień ogólnych jest kwestia przejrzystości i dostępu do informacji. Rekomendacje w tym zakresie wskazują na konieczność zagwarantowania równego i nieutrudnionego dostępu do informacji oraz kontroli wykorzystania informacji poufnych. Ponadto podkreśla się konieczność bieżącego nadzoru nad operacjami finansowymi i biznesowymi, sprawowanego przez jednostkę audytu wewnętrznego, oddzieloną od wykonywania codziennych operacji. Roczne sprawozdanie komisji audytu wewnętrznego, jak i audytora zewnętrznego powinno być przedmiotem dyskusji komitetu audytu oraz zostać przedłożone walnemu zgromadzeniu.

Druga część kodeksu, poświęcona WZA, zawiera szereg bardzo szczegółowych zapisów o charakterze proceduralnym. Zalecenia dotyczące zwoływania WZA postulują umożliwienie akcjonariuszom właściwego przygotowania się do uczestnictwa w nim i ukształtowania agendy spotkania. W tym celu kodeks zaleca, aby informacja o zwołaniu WZA była przekazywana nie na dwadzieścia dni przed spotkaniem, jak to wymaga prawo, a z trzydziestodniowym wyprzedzeniem. Rosyjskie prawo umożliwia szereg różnych form powiadamiania akcjonariuszy o WZA (listownie, publikacja informacji, poczta elektroniczna), dlatego kodeks zaleca taki dobór metody, aby informacja do-

tarła do wszystkich uprawnionych, w szczególności zaleca się korzystanie z komunikacji elektronicznej, jeśli akcjonariusz wyraził swoje preferencje w tym zakresie. Ponadto akcjonariusz zgodnie z prawem musi mieć możliwość zweryfikowania, czy jest on uwzględniony na liście osób uprawnionych do uczestnictwa w WZA i czy jego dane są poprawne. Zapisy kodeksu zalecają również udostępnianie szczegółowego wykazu akcjonariuszy dysponujących przynajmniej 1% głosów, aby umożliwić kontakt pomiędzy nimi.

Dużo miejsca poświęca się programowi WZA – powinien on być precyzyjnie sformułowany, aby nie pozostawiać przestrzeni na różne interpretacje, czego dotyczy dany punkt, oraz wskazywać, kto jest wnioskodawcą umieszczenia go w programie.

Ponadto spółka nie powinna w żaden sposób utrudniać zwołań WZA na wnioski akcjonariuszy mniejszościowych, uczestnictwa w WZA (np. poprzez zwołanie go w mało dostępnym miejscu) czy wykonywania prawa głosu, szczególnie przez pełnomocnika.

Rekomendacje dotyczące przebiegu WZA wskazują na konieczność zapewnienia równej możliwości wyrażania opinii przez uczestników, zadawania pytań przedstawicielom rady dyrektorów czy zarządu. Interesujące są zapisy dotyczące quorum dla WZA zwoływanego w drugim terminie. Regulacje prawne wymagają, aby dla ważności takiego zgromadzenia obecni byli akcjonariusze reprezentujący co najmniej 30% głosów. W spółkach, gdzie liczba akcjonariuszy przekracza 500 000, wymagania te mogą być obniżone w statucie, jednak kodeks zaleca, aby limit nie był mniejszy niż 20%.

Procedura liczenia głosów powinna być przejrzysta i eliminować możliwość manipulacji wynikami. W tym celu zaleca się, aby wyniki głosowań były podane przed zakończeniem WZA.

Ponadto podkreśla się konieczność ograniczania kosztu uczestnictwa w WZA dla akcjonariusza, stąd zalecenia, aby posiedzenie zakończyć w ciągu jednego dnia, a jeśli nie jest to możliwe, aby kontynuować je następnego dnia.

Trzecia część kodeksu dotyczy problemów związanych z powołaniem i funkcjonowaniem rady dyrektorów. Podstawowym zadaniem rady jest strategiczne ukierunkowanie spółki i zatwierdzenie rocznego planu finansowego, kontrola ryzyka oraz zapewnienie przestrzegania prawa i zasad rachunkowości oraz wewnętrznych procedur. Rada ma również zapobiegać i pomagać w rozwiązywaniu konfliktów pomiędzy akcjonariuszami i pracownikami spółki. Kompetencje rady powinny zostać opisane w statucie spółki, a jej wielkość gwarantować możliwość sprawnego funkcjonowania. W zaleceniach dotyczących składu rady autorzy kodeksu bardzo delikatnie wskazują, że akcjonariusze powinni rozważyć, czy osoby mające na swoim koncie przestępstwa bądź poważne naruszenia zasad profesjonalizmu są właściwymi kandydatami na członków rady. Kodeks odradza również powoływanie do rady członków organów lub pracowników spółek stanowiących konkurencję, ze względu na możliwy konflikt interesów.

Duże kontrowersje budzi rekomendacja, aby członkowie niezależni stanowili przynajmniej 25% składu rady, jednak nie mniej niż trzy osoby. Badania PwC na zlecenie OECD [2012], przeprowadzone wśród pięćdziesięciu największych rosyjskich spółek giełdowych, wskazują, że większość badanych podmiotów spełniała wymóg zapewnienia odpowiedniego udziału niezależnych członków rady. Ich liczba wahała się od jednej do dziewięciu osób, co stanowi od 9% do 86% składu rady. Tylko 4% spółek miało w statucie zapis, iż co najmniej połowę członków rady powinni stanowić niezależni dyrektorzy. Bazując na wartościach średnich, przeciętna rada składa się z dziesięciu dyrektorów, z czego czterech spełnia kryteria niezależności. W 20% badanych spółek przewodniczący rady był osobą niezależną [OECD 2012]. Definicje niezależności można znaleźć w dwóch dokumentach: kodeksie dobrych praktyk oraz ustawie o spółce, ich porównanie przedstawia tabela 17.

Tabela 17. Porównanie definicji niezależności dyrektora w rosyjskich dokumentach

Ustawa o spółce akcyjnej	Kodeks dobrych praktyk
<p>Dyrektor może zostać uznany za niezależnego, jeśli w roku poprzedzającym nie był i obecnie nie jest:</p> <ul style="list-style-type: none"> • osobą sprawującą funkcję jednoosobowego zarządu, członka zarządu lub wysokiego kierownictwa, • osobą, której małżonek, rodzice, dzieci, rodzeństwo, przyrodnie rodzeństwo, macocha, ojczym, pasierb lub pasierbica zajmują wspomniane wyżej stanowiska kierownicze w spółce, • osobą mającą powiązania ze spółką inne niż zasiadanie w radzie. 	<p>Spółka powinna rozważyć zdolność dyrektora do formułowania niezależnych opinii.</p> <p>Dyrektor niezależny to osoba, która:</p> <ul style="list-style-type: none"> • w ciągu minionych trzech lat nie była menedżerem lub pracownikiem spółki lub organizacji zarządzającej spółką, • nie jest menedżerem innego podmiotu, w którym którykolwiek z menedżerów spółki zasiada w Komitecie Nominacji lub Wynagrodzeń, • nie jest osobą powiązaną ze spółką, z kierownictwem spółki, organizacją zarządzającą spółką lub jej kierownictwem, • nie jest powiązana ze spółką kontraktami, które generowałyby ponad 10% jej łącznego rocznego dochodu, z wyłączeniem wynagrodzenia za członkostwo w radzie, • nie jest znaczącym partnerem biznesowym spółki (wartość rocznych obrotów przekracza 10% aktywów spółki), • nie jest przedstawicielem administracji rządowej, • sprawuje funkcję członka rady krócej niż siedem lat.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ustawy o spółce akcyjnej oraz [Corporate Governance Code 2002].

Porównanie zapisów obu kryteriów niezależności pozwala zrozumieć, dlaczego kryteria zawarte w ustawie były przedmiotem szerokiej krytyki jako niewystarczające i nieprecyzyjne. Istniejący dualizm pozwala spółkom wybierać kryterium, które chcą zastosować, i tak 47% podmiotów badanych przez PwC stosowało jedynie minimalne kryteria zawarte w ustawie, a 42% zapisy kodeksu dobrych praktyk. Nieliczne firmy decydowały się na stosowanie innych kryteriów – głównie brytyjskich, ze względu na notowanie krzyżowe na tamtejszych rynkach [OECD 2012].

Kodeks zwraca również uwagę na niedoskonałość regulacji prawnych, które umożliwiają wybór członków rady niezgodny z wymaganiami stawianymi przez prawo, co w konsekwencji prowadziło do unieważnienia głosowania. Aby uniknąć tego typu sytuacji, kodeks zaleca wprowadzenie wewnętrznych regulacji dotyczących nominacji i wyboru członków rady.

Członkowie rady powinni działać w dobrej wierze i w najlepszym interesie akcjonariuszy, brać aktywny udział w spotkaniach rady i jej komitetów. Wskazane jest, aby spotkania rady odbywały się regularnie. Kodeks nakłada na dyrektorów obowiązek należytego przygotowania się do posiedzeń rady i przyznaje im prawo do uzyskiwania informacji niezbędnych do pełnienia obowiązków, przy czym dyrektorzy nie powinni ujawniać informacji poufnych i wykorzystywać ich do uzyskania korzyści samodzielnie lub przy udziale osób trzecich.

Zaleca się również stworzenie możliwości głosowania pisemnego *in absentia*, natomiast niektóre ważne obszary zostały z tej możliwości wyłączone. Kwestie związane z:

- ustalaniem priorytetów strategicznych i przyjęciem planu finansowego,
- przygotowaniem WZA,
- wstępnym zatwierdzeniem raportu rocznego,
- przygotowaniem lub odmową zwołania NWZA,
- wyborem przewodniczącego,
- utworzeniem bądź likwidacją jednostek organizacyjnych spółki,
- zawieszeniem dyrektora generalnego i powołaniem osoby tymczasowo pełniącej obowiązki,
- przedstawieniem WZA propozycji likwidacji lub restrukturyzacji spółki,
- podwyższeniem kapitału zakładowego w drodze emisji akcji

wymagają głosowania osobistego i powinny być akceptowane większością dwóch trzecich głosów wszystkich członków rady. Korum dla posiedzeń rady powinno uwzględniać obecność odpowiedniej liczby dyrektorów niewykonawczych oraz niezależnych. Posiedzenia rady powinny być protokolowane.

Dokument zaleca także powołanie komitetów, nie precyzując jednak liczby członków, która powinna wchodzić w ich skład. Zalecenia dotyczące powołania w skład komitetów dyrektorów niezależnych dotyczą tylko komitetu nominacji i wynagrodzeń oraz komitetu ds. rozwiązywania konfliktów korporacyjnych, które powinny składać się wyłącznie z członków niezależnych.

Ponadto kodeks wspomina o możliwości powołania komitetu ds. etyki, odpowiedzialnego za opracowanie standardów etyki dla pracowników przedsiębiorstwa. Niespotykanym w innych kodeksach zapisem jest prawo do żądania zwołania przez akcjonariuszy dysponujących minimum 2% głosów posiedzenia rady, w celu zajęcia się jakąś istotną dla spółki kwestią.

Kwestie wynagrodzenia członków rady potraktowane zostały zdawkowo. Rekomendacja zaleca równe wynagrodzenia dla wszystkich członków rady, niezależnie czy są oni dyrektorami wykonawczymi, niewykonawczymi czy niezależnymi. Kodeks zaleca ponadto opracowanie przejrzystych procedur ustalania wynagrodzenia oraz przedstawianie w raporcie rocznym wyników ewaluacji pracy rady i jej członków wraz z łącznym poziomem ich wynagrodzeń.

Ostatnim zagadnieniem poruszonym w ramach tego rozdziału jest odpowiedzialność dyrektorów. Kodeks postuluje, aby pociągać do odpowiedzialności i odsuwać od pełnienia funkcji dyrektorów nieprawidłowo wykonujących swoje obowiązki lub działających w złej wierze. Dokument podkreśla natomiast, że podejmowanie decyzji jest obarczone ryzykiem i nie może być mowy o odpowiedzialności, jeśli dyrektor działał w dobrej wierze, nawet jeśli jego działania nie przyniosły spółce korzyści. Ponadto kodeks zaleca wykupienie polisy OC dla dyrektorów i menedżerów, aby mieć możliwość efektywnego dochodzenia rekompensaty za poniesione straty.

Czwarty rozdział opracowania dotyczy zarządu spółki. Kodeks zachęca spółki do tworzenia kolegialnych zarządów i precyzyjnego uregulowania ich obowiązków i kompetencji w regulacjach korporacyjnych. Transakcje, których wartość przekracza 10% sumy bilansowej, powinny być przedmiotem zatwierdzenia przez radę, a o tych przekraczających 5% sumy bilansowej rada powinna zostać natychmiast poinformowana. Kodeks zaleca przy tym, aby te ostatnie, jeśli dotyczą nieruchomości lub zaciągania długu, były zatwierdzane przez cały kolegialny zarząd.

W skład zarządu powinni wchodzić eksperci z różnych dziedzin operacyjnych spółki, przy czym wskazane jest, aby dyrektor generalny posiadał zarówno doświadczenie branżowe, jak i menedżerskie. Na stanowiska w zarządzie powinny być powoływane osoby, co do których wiadomo, że nie występuje konflikt interesu związany z zajmowaniem stanowisk w innych podmiotach, a dyrektor generalny powinien zostać objęty klauzulą zakazu podejmowania działalności biznesowej poza spółką w trakcie sprawowania funkcji, jak i przez pewien czas po jej zakończeniu.

W przypadku powierzenia zarządu organizacji zarządzającej powinny zostać jasno zidentyfikowane osoby, które w imieniu organizacji zarządzającej będą odpowiedzialne za prowadzenie spraw spółki. Dyrektor generalny lub zarząd organizacji zarządzającej powinni spełniać minimalne wymagania stawiane kandydatom na dyrektora zarządzającego lub członków zarządu spółki, którą mają zarządzać. Ponadto organizacja zarządzająca nie powinna jedno-

częściej zarządzać innymi podmiotami, które mogłyby stanowić konkurencję dla zarządzanej spółki.

Regulacje wewnątrz korporacyjne powinny przewidywać procedurę sprawnego powoływania nowych członków zarządu w przypadku śmierci lub niezdolności do pracy obecnych członków. Wybierając członków zarządu, akcjonariusze powinni posiadać kompletne informacje dotyczące sylwetek zawodowych kandydatów.

Obowiązki zarządu sprecyzowane w kodeksie obejmują prowadzenie operacji spółki w najlepszym jej interesie, zachowanie w tajemnicy i niewykorzystywanie dla osobistych celów informacji poufnych oraz uwzględnianie oczekiwań grup interesu – w tym kreowanie odpowiedniej atmosfery pracy, skłaniającej do angażowania się w rozwój przedsiębiorstwa.

Zarząd powinien spotykać się przynajmniej raz w tygodniu, a spotkania powinny być protokołowane i dostępne dla członków rady, audytora wewnętrznego i zewnętrznego. Wynagrodzenie członków zarządu w odróżnieniu od rady dyrektorów powinno być uzależnione od osiągniętych przez firmę wyników i zróżnicowane ze względu na wkład, jaki każdy z nich wniósł w ich osiągnięcie. Kwestie odpowiedzialności członków zarządu i ubezpieczenia zostały uregulowane dokładnie tak samo jak w przypadku rady dyrektorów.

Piąty rozdział kodeksu opisuje kwestie związane z funkcją sekretarza spółki. Sekretarz jest powoływany przez radę dyrektorów i to przed nią odpowiada za wykonywanie swoich obowiązków. Jest to osoba, której głównym zadaniem jest koordynacja działań i obsługa akcjonariuszy. Sekretarz odpowiada za przygotowanie i przeprowadzenie WZA na wniosek rady lub innych upoważnionych podmiotów. W szczególności rolą sekretarza jest zlecenie depozytariuszowi rejestru przygotowanie listy uprawnionych do głosowania na WZA zgodnie z zapisami księgi akcyjnej, powiadomienie akcjonariuszy, przygotowanie kart do głosowania i innych materiałów informacyjnych, prezentacja wyników głosowania oraz odpowiedzi na pytania akcjonariuszy. Ponadto sekretarz odpowiada za organizacyjną sferę posiedzeń rady dyrektorów oraz wsparcie zarządu w wykonywaniu ich obowiązków w zakresie przekazywania informacji na prośbę rady, wprowadzaniu nowych członków rady w sprawę spółki i zapoznaniu ich z dokumentami korporacyjnymi oraz aktami prawnymi regulującymi sprawowanie przez nich funkcji. Rolą sekretarza jest również dbanie o prawidłowe wypełnianie obowiązków informacyjnych, przestrzeganie procedur wewnątrz korporacyjnych oraz procedowanie skarg i wniosków od akcjonariuszy.

Rozdział szósty poświęcono szczególnym zdarzeniom korporacyjnym, za które uznaje się zdarzenia wprowadzające fundamentalne zmiany w spółce, m.in. takie jak:

- przejęcie przynajmniej 30% akcji spółki,
- znaczące zmiany w strukturze finansowania,
- zdarzenia mające znaczący wpływ na sytuację finansową,

- transakcje z podmiotami powiązаныmi oraz zawierane w sytuacji konfliktu interesu decydenta,
- podwyższenie/obniżenie kapitału zakładowego,
- zmiany w statucie.

Kodeks zaleca, aby stosować procedurę przewidzianą dla szczególnych zdarzeń korporacyjnych również w przypadkach niewymienionych enumeratywnie w prawie, jednak wpływających istotnie na sytuację przedsiębiorstwa. Dobrą praktyką jest uzyskanie zgody rady przed zawarciem transakcji i zatrudnianie niezależnego eksperta w celu dokonania obiektywnej wyceny przedmiotu transakcji.

Rada dyrektorów powinna informować akcjonariuszy o znaczących zmianach w akcjonariacie, o których powzięła wiedzę (przekroczenie progu 30% głosów oraz każda kolejna zmiana o 5 punktów procentowych) oraz zająć stanowisko w przypadku oferty przejęcia.

Kodeks jako niepożądane określa działania prowadzące do obrony przed wrogim przejęciem w interesie dyrektorów i menedżerów, a prowadzące do osłabienia pozycji akcjonariuszy. Walne zgromadzenie akcjonariuszy nie powinno również korzystać z przewidzianej prawem możliwości zwolnienia podmiotu próbującego przejąć kontrolę z obowiązku ogłoszenia wezwania do sprzedaży pozostałych akcji, ponieważ może to poważnie naruszyć prawa akcjonariuszy mniejszościowych.

Drugim szczegółowo opisanym zdarzeniem korporacyjnym jest reorganizacja przedsiębiorstwa, np. w wyniku fuzji bądź podziału. Plan reorganizacji powinien zostać przedłożony do akceptacji WZA wraz z niezbędnymi materiałami informacyjnymi. W przypadku połączenia podmiotów konwersja akcji powinna odbywać się według parytetu ustalonego przez niezależnego eksperta. Wspólne WZA łączących się podmiotów powinno zostać zwołane zgodnie z procedurami przewidzianymi dla każdego z podmiotów, a procedury głosowania powinny być spójne z tymi przyjętymi dla podmiotu powstającego po połączeniu. W przypadku likwidacji spółki kodeks zawiera jedynie zalecenie, aby likwidator i członkowie komisji likwidacyjnej spełniali kryteria stawiane kandydatom na członka zarządu.

Rozdział siódmy kodeksu poświęcono obowiązkowi informacyjnym. Kodeks stanowi, że podmioty zainteresowane powinny mieć równy dostęp do regularnie publikowanych, rzetelnych informacji o spółce po możliwie jak najniższym koszcie. Powinny one być formułowane w neutralny sposób, co oznacza, że ich przekazanie nie może mieć na celu wywołania określonych skutków u odbiorcy i manipulowania nim. Niewskazane jest wstrzymywanie publikacji negatywnych informacji. Spółka powinna opracować dokumenty regulujące politykę informacyjną oraz politykę dywidendy.

Zgodnie z prawem spółka ma obowiązek podania do wiadomości informacji o akcjonariuszach posiadających co najmniej 20% akcji spółki, natomiast kodeks uznaje ten próg za niewystarczający i zaleca, aby ujawnieniu

podlegało posiadanie 5% pakietu akcji, w tym również pakietów utworzonych na mocy porozumień akcjonariuszy.

W kwestii raportowania kodeks zaleca ponadto rozszerzenie zakresu informacji o sytuacji finansowej spółki poza obowiązkowe sprawozdanie finansowe oraz informowanie o:

- transakcjach zawartych z osobami fizycznymi i prawnymi powiązаныmi ze spółką,
- zmianie nazwy podmiotu,
- decyzji o podwyższeniu/obniżeniu kapitału zakładowego,
- skupie akcji własnych,
- wzroście/spadku ceny akcji o co najmniej 5%,
- zaprzestaniu produkcji/handlu/świadczenia usług generujących co najmniej 10% przychodów w poprzednim roku obrotowym,
- zmianie strategii i priorytetowych obszarów działalności,
- zmianie statutu dotyczących emisji akcji uprzywilejowanych innej kategorii niż dotychczas emitowane,
- zmianie audytora lub depozytariusza księgi akcyjnej, lub rejestru prowadzącego księgę akcyjną.

Raporty spółek publicznych w Rosji zgodnie z wymogami prawa przekazywane są w okresach kwartalnych, a raport za czwarty kwartał obejmuje także sprawozdanie finansowe za cały rok obrotowy. Dlatego kodeks zaleca, aby sprawozdanie to wzbogacić o informacje pozwalające zinterpretować działalność spółki w całym roku obrotowym, a nie wyłącznie w ostatnim kwartale. Ponadto raport za czwarty kwartał powinien zawierać sprawozdanie z przestrzegania zasad kodeksu corporate governance, zgodnie z zasadą *comply or explain*. Warto tu jeszcze wspomnieć, że regulator obrotu giełdowego wymaga od notowanych spółek składania kwartalnych oświadczeń w zakresie przestrzegania wybranych zasad kodeksu – w zależności od segmentu notowań.

W dalszej części tego rozdziału znajdują się zalecenia dotyczące udostępniania akcjonariuszom informacji o spółce i będących przedmiotem obrad WZA oraz zawartości raportu rocznego, który powinien uwzględniać następujące elementy:

- pozycja spółki na tle branży,
- realizacja celów strategicznych spółki,
- roczne wyniki planowane i zrealizowane,
- perspektywy rozwoju (sprzedaż, produktywność, udział w rynku, generowanie dochodu, rentowność, struktura kapitału),
- główne czynniki ryzyka,
- ocena spółki na tle konkurentów,
- omówienie najważniejszych transakcji zawartych w ciągu minionego roku.

Zaleca się również, aby raport zawierał informacje o członkach rady i zarządu, analizę pozycji finansowej oraz kwestie związane z bezpieczeństwem i higieną pracy, kształceniem zawodowym i ochroną środowiska.

Ostatnim zagadnieniem omówionym w siódmym rozdziale jest ochrona informacji poufnych. Kodeks zaleca, aby dział kontroli wewnętrznej monitorował przestrzeganie przez członków organów spółki oraz pracowników, wewnętrznych regulacji dotyczących informacji stanowiących tajemnicę spółki. Obowiązek przestrzegania tych regulacji powinien zostać włączony do umów zawieranych z tymi osobami.

Rozdział ósmy porusza tematykę nadzoru nad finansową i operacyjną działalnością przedsiębiorstwa. Rosyjskie korporacje zgodnie z zapisami prawa muszą powołać komisję audytu wewnętrznego oraz korzystać z usług niezależnego, zewnętrznego rewidenta. Kodeks zaleca, aby dodatkowo powołać w ramach struktur organizacyjnych dział kontroli wewnętrznej, działający niezależnie od zarządu i podlegający kontroli bezpośrednio przez radę dyrektorów lub przez komitet audytu. Zadania tego działu w odróżnieniu od komisji audytu obejmują bieżące monitorowanie kwestii związanych z rachunkowością i sprawozdawczością, ale także przestrzeganiem procedur wewnątrz-korporacyjnych. Różnice pomiędzy różnymi jednostkami zajmującymi się audytem przedstawiono w tabeli 18.

W kolejnym rozdziale omówiono kwestię dywidend. Kodeks zaleca, aby spółka ustanowiła przejrzyste zasady ustalania wysokości dywidendy i przekazywała akcjonariuszom kompletne i wiarygodne informacje, umożliwiające podjęcie uchwały o jej wypłacie. Dywidenda powinna być wypłacona w formie pieniężnej nie później niż sześćdziesiąt dni od dnia jej uchwalenia, a zarząd powinien ponosić konsekwencje opóźnienia lub niekompletnej wypłaty w postaci obniżenia wynagrodzenia.

Dziesiąty – ostatni – rozdział kodeksu poświęcono konfliktom wewnątrz-korporacyjnym. Dokument wskazuje, że zarówno konflikty na linii akcjonariusz–spółka, jak i pomiędzy akcjonariuszami stanowią zagrożenie dla rozwoju spółki i powinny być identyfikowane na jak najwcześniejszym etapie przez sekretarza spółki i – w miarę możliwości – powinno się im zapobiegać. W przypadku konfliktów pomiędzy akcjonariuszami, za ich zgodą spółka poprzez dyrektora generalnego może występować w roli arbitra lub mediatora.

Badanie raportów rocznych za 2011 rok [Shevchuk 2013] wskazało, że z czterdziestu spółek notowanych w segmencie A tylko 75% przekazało kompletne sprawozdania dotyczące stosowania dobrych praktyk według wzoru przewidzianego w zarządzeniu Federalnej Komisji Rynku Kapitałowego nr 849 z 30 kwietnia 2003 roku 5% raportów spółek było niekompletnych i zawierało odniesienie do mniej niż 30% zaleceń kodeksu. Wśród emitentów, którzy złożyli kompletne raporty, stopień przestrzegania zasad zawartych w kodeksie oceniono na 66%. Najlepiej wdrożonym aspektem okazały się zapisy rozdziału „Obowiązki informacyjne”, zaś najwięcej odstępstw zanotowano w rekomendacjach dotyczących szczególnych zdarzeń korporacyjnych. Jedynie 10% spółek zdecydowało się utworzyć w ramach rady dyrektorów komitet ds. rozwiązywania konfliktów korporacyjnych. Należy jednak wziąć pod uwagę rozbieżność między deklaracjami a rzeczywistym wdrożeniem za-

Tabela 18. Porównanie jednostek odpowiadających za audyt rosyjskich korporacji

Zagadnienie	Komitet audytu	Komisja audytu	Dział kontroli wewnętrznej	Audytory zewnętrzny – rewident
Status jednostki	wymagany w spółkach z wyższych segmentów notowań	obligatoryjny	zalecany	obligatoryjny
Miejsce organu w strukturze	w ramach rady dyrektorów	organ niezależny, funkcjonujący równoległe z radą dyrektorów	organ funkcjonujący w strukturach przedsiębiorstwa, o dużej niezależności	organ niezależny funkcjonujący poza strukturą spółki
Organ powołujący	rada dyrektorów	WZA	zgodnie z zapisami statutu; umowa z kierownikiem działu powinna zostać zawarta w imieniu spółki przez przewodniczącego rady po uzgodnieniu z przewodniczącym komitetu nominacji i wynagrodzeń lub audytu	rada dyrektorów; zalecana zgoda WZA
Zakres obowiązków	<ul style="list-style-type: none"> • nadzorowanie obszaru rachunkowości i sprawozdawczości w imieniu rady dyrektorów • ocena kandydatów audytorów zewnętrznych • ocena systemu kontroli wewnętrznej 	<ul style="list-style-type: none"> • monitorowanie obszaru rachunkowości i sprawozdawczości w imieniu akcjonariuszy; • przeprowadzanie audytu nadzwyczajnego na zlecenie akcjonariuszy nie później niż 30 dni od zgłoszenia żądania 	<ul style="list-style-type: none"> • monitorowanie obszaru rachunkowości i sprawozdawczości, przestrzegania prawa i wewnętrznych procedur, szczególnie w zakresie zawierania nietypowych transakcji i ochrony informacji poufnych 	rewizja sprawozdania finansowego
Wymagania stawiane członkom	<p>Rekomendowane jest uregulowanie wymagań stawianych członkom w statucie, w szczególności nieposzlakowanej opinii i braku konfliktu interesów.</p> <p>Zalecane, aby komitet składał się wyłącznie z dyrektorów niezależnych, a jeśli to nie jest możliwe, aby przewodniczący spełniał kryteria niezależności; członkowie powinni mieć podstawową wiedzę na temat rachunkowości i sprawozdawczości finansowej</p>	brak zaleceń	Kierownik powinien mieć wyższe wykształcenie prawnicze lub ekonomiczne i minimum 5 lat doświadczenia zawodowego. Dwie trzecie pracowników działu (z wyłączeniem pracowników technicznych) powinno posiadać wykształcenie ekonomiczne lub prawnicze.	uprawnienia biegłego rewidenta

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Corporate Governance Code 2002].

sad. W raportach za 2011 rok wszystkie badane przez Shevchuka spółki zgłosiły przestrzeganie zasady mówiącej, że przewodniczącym komitetu audytu powinien być dyrektor niezależny, natomiast wybiórcze analizy kontrolne autora wykazały, że w kilku przypadkach funkcje te pełnił członek zarządu spółki, a w innych przypadkach spółki w przypisie podawały, że zdecydowały się przyjąć inne, mniej restrykcyjne kryteria niezależności. Zastrzeżenia budziła też jakość materiałów przekazywanych akcjonariuszom w związku z WZA.

Słabe wdrożenie zasad potwierdzają również relatywnie niskie ratingi nadzoru korporacyjnego. W 2006 roku średnia dla rosyjskich spółek, które otrzymały rating od Standard & Poor's, wyniosła 5,6 na 10 możliwych do uzyskania punktów. W ramach czterech subkategorii średnie wyniosły odpowiednio:

- 5,2 punktu w obszarze struktura własności i wpływy zewnętrzne,
- 6,6 punktu w obszarze relacji z akcjonariuszami,
- 5,8 punktu w obszarze transparentności finansowej i polityki informacyjnej,
- 5,0 punktów w obszarze efektywności funkcjonowania rady dyrektorów.

Należy przy tym podkreślić, że ratingi dotyczyły największych rosyjskich spółek, z których część notowana była krzyżowo na giełdach w USA i Europie Zachodniej [Belyankina 2006].

Rosyjski kodeks dobrych praktyk nie podlegał zmianom od 2002 roku, co – biorąc pod uwagę dynamikę zjawisk związanych z nadzorem korporacyjnym w ostatniej dekadzie – może wydawać się zaskakujące. Na rok 2014 zapowiedziano wydanie nowego dokumentu, które ma być połączone z reformą segmentów notowań giełdy moskiewskiej i ma stanowić znaczący krok w kierunku lepszego wdrożenia zasad. Główne problemy i wyzwania, jakie stawiane są przed reformami, obejmują [Shevchuk 2013]:

- zapewnienie lepszego raportowania i większej wiarygodności sprawozdań z wdrożenia zasad kodeksu,
- wzmocnienie zapisów dotyczących tworzenia komitetów w ramach rady dyrektorów,
- wzmocnienie zapisów dotyczących publikowania informacji o emitencie,
- wprowadzenie jednolitych kryteriów niezależności, zgodnych z międzynarodowymi standardami,
- wprowadzenie obowiązku zgłaszania konfliktu interesów przez dyrektora i procedur głosowania w takiej sytuacji,
- ustanowienie zapisu o obowiązku dokonywania oceny pracy rady dyrektorów,
- zapewnienie większej niezależności pracowników działu kontroli wewnętrznej,
- umożliwienie akcjonariuszom mniejszościowemu większego wpływu na skład komisji audytu poprzez głosowanie kumulowane (*cumulative voting*),

-
- większą ochronę akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku procedury przymusowego odkupu pakietu mniejszościowego,
 - bardziej precyzyjne ujęcie zaleceń dotyczących transakcji z podmiotami powiązanymi i transakcji o znacznej wartości,
 - wprowadzenie do wymagań stawianych emitentom bardziej efektywnej kontroli transakcji zawieranych za pośrednictwem spółek powiązanych i zależnych.

Rozdział 7

Nadzór korporacyjny w Indiach

7.1. Geneza i rozwój indyjskiego corporate governance

Mimo iż historia Indii sięga bardzo zamierzchłych czasów, to dla nowożytnej Europy rozpoczyna się ona dopiero w 1498 roku, kiedy odkrył je portugalski żeglarz Vasco da Gama. Odkrycia geograficzne dokonywane od XV wieku zainicjowały długoletnie walki ówczesnych potęg o podział Nowego Świata. Indie stały się bardzo atrakcyjnym celem przejęcia i obszarem zaciętej rywalizacji o hegemonię nad nimi pomiędzy Portugalczykami, Holendrami, Anglikami i Francuzami. Szczególna rola w tej rywalizacji krajów kolonialnych przypadła kompaniom wschodnioindyjskim (indyjskim)³⁹, mającym własną armię, walutę, a także bardzo szerokie uprawnienia i potęgę wspieraną siłą monarchów. Dążenie do uzyskania hegemonii przybierało najróżniejsze formy. Priorytetem było uzyskanie dominacji politycznej i administracyjnej, warunkującej lukratywne przywileje handlowe. Długoletnie zmagania, ingerencje polityczne i finansowe, a także walki zbrojne o dominację wygrała Wielka Brytania, co umożliwiło jej podporządkowanie sobie całego Półwyspu Indyjskiego do XIX wieku.

Za twórcę Indii Brytyjskich uważany jest ich długoletni gubernator Warren Hastings, który w 1750 roku rozpoczął pracę w Kompanii Wschodnioindyjskiej⁴⁰. W 1769 roku został członkiem rządu w Madrasie, następnie gubernatorem Bengalów, a w roku 1773 pierwszym gubernatorem Indii Wschodnich⁴¹. Z czasem Kompania stała się największą potęgą na całym subkontynencie i przejęła kontrolę nad Indiami, a Kalkuta stała się centrum administracyjnym kraju.

Kompania Wschodnioindyjska, dzięki przyznanemu przez Królową Elżbietę I monopolowi na handel z Indiami, przysparzała ogromnych korzyści Koronie i wywierała bardzo istotny wpływ na rozwój gospodarczy tego kraju. Z czasem rząd angielski starał się ograniczać jej siłę i kierunkować jej działania, gdyż zaczęły one przysparzać problemów Wielkiej Brytanii. W roku

³⁹ Brytyjska (początkowo Angielska) Kompania Wschodnioindyjska działała w latach 1600–1858, a Francuska Kompania w latach 1664–1769.

⁴⁰ English East India Company, z siedzibą w Londynie, działała w okresie 1600–1858 na terenie Indii, Azji Południowo-Wschodniej i na Dalekim Wschodzie.

⁴¹ Rozbudował władzę i znaczenie Kompanii, zreformował administrację i powiększył dochody Kompanii z trzech do pięciu milionów funtów szterlingów. Ambicje związane z ekspansją Kompanii i bezwzględność w ich realizacji doprowadziły Hastingsa do konfliktu z rządem angielskim, dążącym do ograniczenia władzy Kompanii, w wyniku czego został on odwołany ze stanowiska.

1834 zniesiono monopol Kompanii na handel z Indiami, ale umacniając równocześnie jej rolę w administrowaniu tego kraju. W konsekwencji Powstania Sipajów w 1858 roku rozwiązano Kompanię Wschodnioindyjską. Indie wcielone zostały do Korony, a królowa Wiktoria stała się cesarzową Indii. Władza gubernatora Kompanii zastąpiona została przez wicekróla podlegającego monarchini. Polityka brytyjska w stosunku do Indii w tym okresie odznaczała się ostrożnością, opierając się na utrzymywaniu lojalności lokalnych władców i wielmożów.

Wykształcona według europejskich wzorów inteligencja indyjska z czasem zaczęła domagać się udziału w rządzeniu Indiami. Od lat dwudziestych XX wieku następowała eskalacja żądań niepodległości Indii (niektóre prowincje uzyskały autonomię już przed wojną). Konsekwentnie prowadzone działania doprowadziły do uzyskania suwerenności przez Indie w dniu 15 sierpnia 1947 roku. Trzy lata później uchwalono konstytucję, na mocy której Indie stały się republiką i świeckim państwem związkowym o ustroju parlamentarnym oraz członkiem brytyjskiej Wspólnoty Narodów. Podczas rządów Kongresu wprowadzano w tym kraju zasady gospodarki socjalistycznej.

Od 1947 roku indyjska gospodarka przeszła szereg zmian strukturalnych, które podzielić można na trzy następujące etapy [Studziński 2012]:

- lata pięćdziesiąte XX wieku, kiedy następował transfer aktywów spółek brytyjskich do spółek indyjskich;
- od połowy lat pięćdziesiątych do końca lat siedemdziesiątych⁴² – to okres interwencji rządu w gospodarkę za pomocą różnych instrumentów, nazywanych Licence Raj;
- lata osiemdziesiąte–dziewięćdziesiąte – okres reform gospodarczych zmierzających do deregulacji działalności gospodarczej.

W historii indyjskiego corporate governance można również wyróżnić trzy okresy. Pierwszy z nich obejmuje lata 1850–1955 i nazywany jest systemem zarządzania agencyjnego (*Managing Agency System*), drugi okres znany jest jako system założycielski (*Promotor System*), funkcjonujący od 1956 do 1991 roku, a trzeci, trwający od 1992 roku, nazywany jest systemem anglo-amerykańskim [Das 2008, s. 10].

7.1.1. Pierwszy okres rozwoju nadzoru korporacyjnego (1850–1955)

Pierwsze spółki powstały w południowych Indiach już w 1650 roku w celu prowadzenia handlu bawełną z krajami Europy. Do czasu podboju Indii przez Brytyjczyków przedsiębiorstwa indyjskie miały charakter lokalny. Decentralizacja państwa Mogołów i wynikające z tego konsekwencje przyczyniły się do powstania wielu rodzinnych grup biznesowych działających na terenie poszczególnych prowincji i zależnych od lokalnej władzy. Kolonizacja Indii

⁴² Podaje się też, że Licence Raj funkcjonował do lat dziewięćdziesiątych.

przez Wielką Brytanię implikowała powstawanie spółek tworzonych głównie przez przedsiębiorców brytyjskich, którzy kooperowali z przedsiębiorcami indyjskimi. Celem tych działań było utrzymanie koncentracji i dominacji w handlu.

Jak już wcześniej wspomniano, od 1809 roku funkcjonował system zarządzania agencyjnego, przyczyniając się do modernizacji gospodarki indyjskiej, rozwoju korporacji i corporate governance. Rozwijany model zarządzania korporacjami odzwierciedlał nie tylko regulacje brytyjskie, ale również uwarunkowania społeczne i nabywane w praktyce, doświadczenia indyjskich kupców. W rezultacie powstał system specyficzny tylko dla Indii, który doprowadził do opublikowania Indian Companies Act w 1850 roku. Dokument ten skorygowany został siedem lat później, wprowadzając ograniczoną odpowiedzialność spółek i nakaz rejestracji spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, co miało ogromne znaczenie dla rozwoju indyjskiego biznesu [Grover 2007]. Zmiany te zachodziły w okresie poważnych perturbacji politycznych, jakie dokonywały się w tym kraju.

Pierwszymi menedżerami w Indiach byli kupcy brytyjscy, którzy nie tylko wnosili duże kapitały do gospodarki tego kraju, ale również wiedzę z zakresu finansów i zarządzania. Realizowali oni trzy ważne funkcje [Das 2008], a mianowicie: zakładali nowe lub rozwijali istniejące spółki, posiadali i przekazywali wiedzę adekwatną dla zarządzania lub kontrolowania spółek, którą wykorzystywali w praktyce, zawierając kontrakty agencyjne, oraz zdolność do pozyskiwania kapitałów inwestycyjnych w warunkach słabego rozwoju rynku kapitałowego i potencjału inwestycyjnego korporacji i inwestorów. Wzorce angielskie w miarę szybko adaptowane były przez przedsiębiorców indyjskich (rodziny), którzy zaczęli tworzyć i rozwijać własne spółki, często ukierunkowane na kooperację z brytyjskimi [Jerzemska 2012]. Powstawać zaczęły duże przedsiębiorstwa sieciowe, tworzone przez kupców należących do określonych grup etnicznych i kast. Można stwierdzić, że współczesne grupy nadal kultywują te tradycje i model biznesu [Khanna, Palepu 2006].

Początkowo indyjskie przedsiębiorstwa były ograniczane regułami kolonialnymi, z których większość zaspokajała wymogi brytyjskich pracodawców. Już od drugiej połowy XIX wieku przemysł indyjski zaczął naśladować angielski system *common law* w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością [Solomon 2007, s. 208].

Indyjskie prawo spółek (*Company Law*) zostało przyjęte w roku 1866⁴³, a indyjskie prawo dotyczące spółek osobowych (*partnership*) dopiero w 1932 roku. Indie, jako była kolonia brytyjska, mają zatem system prawny bazujący na angielskim, oferujący dobry poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w porównaniu do innych krajów Azji Wschodniej.

W okresie panowania brytyjskiego *Managing Agency System* odgrywał kluczową rolę w industrializacji Indii, umożliwiając przedsiębiorstwom

⁴³ Było następnie korygowane w latach 1882, 1913 i 1932.

rodzimy tworzenie i konsolidację imperiów. Miał on cechy specyficzne, takie jak formalny mechanizm kontroli tworzony przez kontrakty agencyjne (*managing agency*), makroekonomiczną kontrolę i nadzór oraz brak regulacji przeciwdziałających nadużywaniu uprawnień przez menedżerów. System ten sprzyjał rozpraszaniu własności, jednakże umożliwił menedżerom uzyskanie znacznie większego zakresu kontroli i uprawnień, niż wynikało to ze stanu posiadanych przez nich akcji (własności). Nadawał zatem menedżerom bardzo duże uprawnienia i przywileje. W 1936 roku stosowało go 75% firm, a w 1995 już 95% korporacji indyjskich.

Wstrząsy polityczne i uwarunkowania gospodarcze, szczególnie te panujące po zakończeniu II wojny światowej, spowodowały, że w momencie odzyskania niepodległości w 1947 roku Indie miały jedną z najsłabiej rozwiniętych gospodarek świata, a dochód na głowę mieszkańca wynosił mniej niż 30 dolarów. Jednakże aktywny sektor produkcyjny wytwarzał dziesiątą część PKB, funkcjonowały cztery giełdy, istniały dobre regulacje obrotu papierami wartościowymi, handlu i rozliczeń, a także – bazujące na wzorcach angielskich – praktyki prowadzenia biznesu [Pande, Kaushik 2012].

Korekty prawa, na przykład ta z 1956 roku dotycząca prawa spółek (*Companies Act*), umacniały prawa inwestorów, którymi była głównie bogata ludność miejska. Indie miały też dobrze rozwinięty system bankowy i prawo bankowe oraz egzekucji należności. W zakresie prawa spółek i systemu finansowego kraj ten był w znacznie lepszej sytuacji niż większość innych byłych kolonii. Co więcej, posiadał też dobrze rozwinięty, oparty na brytyjskich zasadach, system nadzoru korporacyjnego [Solomon 2007, s. 208–209].

Wkrótce po odzyskaniu niepodległości Indie rozpoczęły proces implementacji gospodarki socjalistycznej. W 1948 roku opublikowany został dokument *Industrial Policy Resolution* zrównujący sektor prywatny i sektor państwowy, a w 1951 roku *Industries (Development and Regulation) Act*, wprowadzający wymóg uzyskiwania przez przedsiębiorstwa produkcyjne państwowej licencji na działalność. System (kultura) licencji, protekcji oraz zakazów rodził korupcję i wstrzymywał rozwój sektora korporacji. Sytuacja ulegała pogorszeniu w kolejnych dekadach, powodując, że korupcja, nepotyzm i nieefektywność stały się cechami charakterystycznymi indyjskiego sektora korporacji. Ponadto nadmiernie wysokie stopy podatkowe przyczyniały się do rozwoju praktyk kreatywnej rachunkowości i skomplikowanych struktur wynagradzania.

Dokument *Industrial Policy Resolution* z 1956 roku ustalał dominację sektora państwowego w gospodarce. W celu realizacji tego zamierzenia rząd indyjski tworzył wielkie przedsiębiorstwa państwowe. Przejmował też prywatne przedsiębiorstwa znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej w celu dokonania ich sanacji lub likwidacji, co prowadziło do przekształcania prywatnych bankructw w dług publiczny o wysokim koszcie, a zatem następowała instytucjonalizacja nieefektywności [Bhat 2007].

Brak ram nadzoru korporacyjnego pogarszał sytuację w tym zakresie [Grover 2007]. Odpowiedzialność rządu była minimalna, a prywatne przedsiębiorstwa same decydowały o stopniu przestrzegania prawa, ponieważ rząd rzadko stosował kary, nawet w przypadku łamania podstawowych zasad nadzoru. Rady dyrektorów najczęściej składały się z krewnych i przyjaciół menedżerów, a nadużycia ze strony akcjonariuszy większościowych i menedżerów były powszechne. Indyjski rynek kapitałowy nie był na tyle płynny i rozwinięty, aby mógł karać za te nadużycia. Mechanizm kontrolny w postaci wrogich przejęć w zasadzie do niedawna nie występował w Indiach i nieefektywne firmy giełdowe nie obawiały się nieprzestrzegania reguł nadzoru korporacyjnego. W efekcie tego na początku lat dziewięćdziesiątych corporate governance w Indiach pozostawiał wiele do życzenia.

7.1.2. Model zarządzania korporacjami w latach 1956–1999

Model zarządzania korporacjami obowiązujący w latach 1956–1999, czyli system założycielski (*Promotor System*), powstał w rezultacie korekt systemu wcześniejszego [Das 2008, s. 13].

Od połowy lat pięćdziesiątych premier Jawaharlal Nehru tworzył system regulacji i biurokratycznego nadzoru nazywany License Raj. Jego celem było ograniczenie potęgi największych indyjskich grup biznesowych, które wywierały wielki wpływ na gospodarkę i wykorzystywały możliwości rozwoju wynikające z uprzywilejowanego dostępu do finansów i pozwoleń rządowych. Premier Indira Gandhi (córka J. Nehru) zaostrzyła jeszcze kontrolę rządową nad sektorem prywatnym, a także spowodowała, że wiele przedsiębiorstw międzynarodowych wycofało się z Indii [Khanna, Palepu 2006].

W 1970 roku agencyjny system zarządzania został obalony, następował czas nacjonalizacji i kontroli państwowej. Funkcjonowały różne bariery wejścia, restrykcje dotyczące eksportu i importu, własności rodzinnej i konglomeratów zachowujących nadal kontrolę nad korporacjami.

W 1951 roku uchwalono Regulation Act, dotyczący rozwoju Indii, a w roku 1956 – Prawo spółek (Companies Act). Jego celem było wyeliminowanie instytucji zarządzania agencyjnego oraz zwiększenie zakresu i skuteczności ochrony akcjonariuszy.

Ówczesna polityka rządu spowodowała, że wiele międzynarodowych korporacji opuściło Indie. Te, które pozostały, nie miały możliwości wykorzystywania nieformalnych powiązań przedstawicieli firm lokalnych ze światem polityki. Ta sytuacja korzystnie wpłynęła na rozwój firm indyjskich.

Prywatni właściciele kapitału (własnego i obcego) mieli poważne trudności w nadzorowaniu menedżerów z powodu regulacji dotyczących bankructwa i długości trwania działań prawnych. Emisje publiczne akcji odbywały się po cenach wyznaczonych przez rząd. Firmy poszukujące zewnętrznego finansowania zmuszone były korzystać ze źródeł rządowych, gdyż rynek kapitałowy nie odgrywał istotniejszej roli. Banki podlegające nacjonalizacji od

1950 roku zaczęły odgrywać coraz większą rolę w finansowaniu spółek. Przy braku rozwiniętego rynku kapitałowego trzy indyjskie instytucje finansowe (DFIs): Industrial Finance Corporation of India, Industrial Development Bank of India oraz Industrial Credit and Investment Corporation of India stały się głównymi źródłami długoterminowego kapitału pożyczkowego dla spółek [Bhattacharyya, Rao 2005].

Instytucje te były oceniane za wartość udzielanych kredytów a nie za ich jakość i z tego względu nie były zainteresowane właściwą oceną zdolności kredytowej swoich klientów ani też monitorowaniem spłaty kredytów. Przedstawiciele banków w radach potwierdzali zwykle decyzje zarządzających spółkami. Państwowy fundusz inwestycyjny i Unit Trust of India posiadały bardzo duże pakiety akcji spółek, którym udzielały kredytu, oraz miały stałą reprezentację w ich radach dyrektorów. W tym aspekcie system corporate governance przypominał niemiecki system nadzoru opartego na bankach, które mogły oddziaływać na swoich klientów.

W rzeczywistości menedżerowie sprawowali kontrolę nad spółkami, mając niewielkie udziały w ich kapitałach własnych. Kredytobiorcy rutynowo uzyskujący kredyty nie byli motywowani ani do spłaty kredytu, ani do zarządzania przedsiębiorstwem. Często bezkarnie wyprowadzali kapitały ze spółki przy braku sprzeciwu ze strony dyrektorów nominowanych do rady przez DFI. Zwykle działania te kontynuowane były aż do wyczerpania kapitałów własnych. W momencie zaprzestania spłacania zobowiązań kredytowych spółka obejmowana była uchwalonym w 1985 roku prawem Sick Industrial Companies Act (SICA), a następnie jako spółka niewypłacalna przechodziła pod opiekę Board for Industrial and Financial Reconstruction (BIFR). Indie należały do krajów mających najdłuższe na świecie procedury bankructwa firmy. Zaraz po zarejestrowaniu w BIFR spółka uzyskiwała ochronę przed wierzycielami na okres co najmniej czterech lat. W latach 1987–1992 podjęcie decyzji przez BIFR trwało średnio ponad dwa lata, co powodowało podwojenie okresu ochrony. Bardzo niewiele firm dokonało sanacji w ramach BIFR, a proces likwidacji prawnej przedsiębiorstwa wynosił średnio dziesięć lat. W tym czasie aktywa firmy traciły całkowicie swoją wartość. Dopiero korekta prawa spółek w 2002 roku uwzględniła ten problem, umożliwiając stworzenie National Company Law Tribunal, który skrócił proces sanacji lub likwidacji przedsiębiorstwa do dwóch lat [Chakrabarti i in. 2007].

W tym okresie w Indiach ochrona praw wierzycieli istniała jedynie na papierze. W rezultacie banki zasilane bogato przez depozyty udzielały kredytów jedynie tzw. spółkom blue chip, a nadwyżki funduszy inwestowały w rządowe papiery wartościowe. Normy dotyczące sprawozdawczości finansowej w Indiach były tradycyjnie lepsze niż w większości krajów Azji, ale ich egzekwowanie budziło wiele wątpliwości.

Brak zgodności z normami sprawozdawczości finansowej, a nawet nieuwzględnianie obowiązującego prawa w raportach sporządzanych przez biegłych rewidentów nie powodowały istotnych sankcji, zwykle ograniczających

się do kary grzywny. Nie odnotowano przypadków, aby Indyjskie Stowarzyszenie Biegłych Rewidentów podjęło działania mające na celu ukaranie rewidentów popełniających błędy.

Mimo że Prawo spółek (Companies Act) jasno określało zasady dotyczące utrzymywania i uaktualniania rejestru akcji, w rzeczywistości akcjonariusze mniejszościowi często cierpieli na skutek nieregularności transferów i rejestracji – celowych lub przypadkowych. Czasami nieme akcje uprzywilejowane były wykorzystywane przez założycieli firmy do tunelowania kapitałów i pozabawiania akcjonariuszy mniejszościowych należnych im płatności. Akcjonariusze mniejszościowi często ponosili również straty wynikające z tajnych fuzji lub przejęć dokonywanych przez menedżerów.

Rady dyrektorów w większości były zupełnie nieefektywne w monitorowaniu działań menedżerów. Zwykle zasiadali w nich koledzy lub sprzymierzeńcy właścicieli i menedżerów, co było jawnym naruszeniem ducha prawa korporacyjnego. Dyrektorzy nominowani przez DFI, którzy powinni i mogli odgrywać szczególnie ważną rolę w radach, zwykle nie posiadali odpowiednich kompetencji lub byli niechętni podejmowaniu odpowiednich działań. W rezultacie rady dyrektorów zwykle były podporządkowane menedżerom (*rubber stamps*) [Chakrabarti i in. 2007].

Ważnym czynnikiem nadzoru były restrykcje (interwencje) rządowe ograniczające konkurencję poprzez ograniczenia importu, promowanie eksportu, celowe finansowanie infrastruktury i projektów rozwojowych. Kontrola spoczywała w rękach akcjonariuszy mniejszościowych. Nadal istotną rolę odgrywały takie negatywne zjawiska, jak krzyżowe dyrektorstwa (rekordzista zasiadał w 65 radach) [Bhat 2007] i inwestycje wewnętrzne. Inwestorzy prywatni nadal kontrolowali firmy.

Wspomniane już zasady polityki industrializacji (Industrial Policy Resolution) dzieliły działania dotyczące przedsiębiorstw na trzy grupy. Grupa A pozostawała całkowicie w gestii państwa, przedsiębiorstwa grupy B miały być stopniowo przejmowane przez państwo, a przedsiębiorstwa grupy C miały pozostać własnością prywatną. Celem tego dokumentu było przeciwdziałanie łamaniu praw akcjonariuszy oraz wprowadzenie gospodarki socjalistycznej. Jako mechanizm nadzorczy wprowadzono radę dyrektorów i etat dyrektora zarządzającego. Po 1956 roku 98% spółek posiadało już radę dyrektorów. Opublikowano również Securities Contracts (Regulation) Act w 1956 roku (SCRA), który regulował obrót papierami wartościowymi oraz umożliwiał państwu sprawowanie nad nim kontroli [Das 2007, s. 13].

Nadzór korporacyjny w systemie założycielskim (*Promotor System*) można scharakteryzować następująco – zachodziła transformacja formalnych mechanizmów corporate governance od kontraktów zarządzania agencyjnego do rady dyrektorów działającej w oparciu o prawo spółek z 1956 roku. Regulowało ono również inne zagadnienia ważne dla ochrony akcjonariuszy, a mianowicie: reguły publikacji, regulacje walnego zgromadzenia, maksymalną liczbę stanowisk dyrektorów, sposób ich wynagradzania, odwoływanie dyrektorów

itp. Wprowadzono też nominowanie dyrektorów do rady na podstawie rekomendacji Komitetu Dutt, czyli Industry Licensing Policy Inquiry Committee.

Companies Act z 1956 roku, a następnie jego korekta z 1969, wyznaczyły górne limity dla wynagrodzeń i przywilejów dyrektorów. W 1978 roku obniżono wynagrodzenia kadry menedżerskiej. Jednakże niewiele to zmieniło, gdyż restrykcje te nie dotyczyły dyrektorów zarządzających. W konsekwencji wielu dyrektorów zrezygnowało z członkostwa w radzie i postarało się o mianowanie na dyrektorów zarządzających firm, w których funkcjonowały spolegliwe rady [Das 2007, s. 18]. Restrykcje regulacyjne nie dotyczyły spółek prywatnych. Oprócz tego powszechną praktyką było wyprowadzanie kapitałów ze spółek, udział w czarnym rynku, nepotyzm, brak odpowiednich kwalifikacji na zajmowanych stanowiskach, brak poszanowania postanowień kodeksu etyki oraz społecznej odpowiedzialności.

W zasadzie do końca lat osiemdziesiątych nie występowała konkurencja w gospodarce indyjskiej, otoczenie instytucjonalne indyjskich przedsiębiorstw sprzyjało rozwojowi dużych korporacji [Varma 1997]. W wyniku słabości nadzoru korporacyjnego kapitały publiczne (państwowe) trafiały do największych firm. Opracowały one różne metody pozyskiwania tych kapitałów, jak na przykład wykorzystywanie instytucji finansowych do finansowania dokonywanych przejęć, niespłacanie kredytów, uzyskiwanie dużej liczby licencji w systemie licencjonowania. Działania te wymagały angażowania wysoko opłacanych ekspertów, którzy orientowali się w gąszczu regulacji Licence Raj, a także mieli szerokie znajomości w świecie polityki.

Wysoka koncentracja własności w Indiach nie była rezultatem rosnącej efektywności działalności grup biznesowych, lecz wynikała z uwarunkowań panujących w gospodarce. Przewaga konkurencyjna dużych korporacji wynikała również z lepszego zarządzania i możliwości odpłatnego korzystania z wiedzy ekspertów znających prawo, potrafiących korzystać ze słabości rynku i posiadanych znajomości.

W okresie po uzyskaniu niepodległości przez długi czas indyjski rynek akcji nie był płynny lub dostatecznie rozwinięty, aby sprawować efektywną kontrolę nad spółkami. Wymogi notowania obowiązujące na giełdach nakazywały pewien stopień jawności, ale brak zgodności był częsty, a także nie był karany. W rezultacie akcjonariusze mniejszościowi i wierzyciele w Indiach byli pozbawieni ochrony, mimo że gwarantowało im to prawo [Chakrabarti i in. 2007].

W trakcie funkcjonowania modelu założycielskiego zwracać zaczęto uwagę na rentowność działalności przedsiębiorstw przemysłowych [Dharma 2012]. Istniał wówczas duży, niezaspokojony popyt na produkty, na które rząd ustalał godziwe ceny (*Fair Prices*). W tym okresie powołano Tariff Commission oraz Bureau of Industrial Costs and Prices.

Wysokiemu poziomowi koncentracji własności, charakterystycznemu dla piramidalnych grup kapitałowych, towarzyszy zjawisko „tunelowania” wartości, czyli transferu zysków i aktywów z przedsiębiorstw do podmiotów

i osób, które je kontrolują. Jest to jeden z największych problemów indyjskiego nadzoru korporacyjnego. W trakcie trwania systemu założycielskiego indyjski system corporate governance uległ znacznemu pogorszeniu. Po roku 1991 rząd zaczął podejmować działania mające na celu sanację i dekoncentrację gospodarki.

7.1.3. Powrót do systemu anglo-amerykańskiego

Indie, uzyskując niepodległość w 1947 roku, miały dobrze rozwinięty, bazujący na korzeniach brytyjskich, system nadzoru korporacyjnego, który jednakże w dalszych latach został rozregulowany [Bhattacharyya, Rao 2005].

Na początku lat dziewięćdziesiątych sytuacja gospodarcza Indii znacznie się pogorszyła. W 1991 roku rząd indyjski stanął w obliczu kryzysu fiskalnego, a krajem wstrząsały ujawniane duże skandale finansowe, które nawarstwiały kłopoty finansowe i niepokoje społeczne [Daga, Koufopoulos 2010]. Zaczęto sobie zdawać sprawę, że sanacja gospodarki warunkowana jest zmianą modelu zarządzania nią. Pokonanie narastających trudności finansowych uzależnione było od podjęcia szeregu reform, na wzór tych zachodzących w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Koniecznością stało się stworzenie silnego rynku kapitałowego, pełniącego funkcje kontrolne i dyscyplinujące, oraz silnej rady dyrektorów, składającej się z dyrektorów wybieranych przez akcjonariuszy. Następujące zmiany powodowały, że indyjski system nadzoru korporacyjnego orientował się na system anglo-amerykański. Powrót do korzeni legislacyjnych implikował jednakże konieczność dokonania istotnych zmian w obowiązującym systemie corporate governance.

Podobnie jak i w innych krajach skandale korporacyjne wykazały słabości nadzoru korporacyjnego. Najpoważniejsze z nich wynikały m.in. z oszustw, nepotyzmu i korupcji, manipulacji cenami akcji, przyznawania akcji z dużym dyskontem cenowym właścicielom spółek (*promoters*), ucieczek z pieniędzmi inwestorów, a także z reperkusji kryzysu azjatyckiego.

Indie zdecydowały się podążyć za światowym trendem reformowania gospodarki. Podejmowane od 1991 roku próby sanacji gospodarki, korekty strukturalne i program globalizacji zmusiły rząd Indii do skupienia uwagi na problemach nadzoru korporacyjnego i podjęcia działań mających na celu liberalizację, dekoncentrację i sanację gospodarki. Wyjście z kryzysu finansowego warunkowane było pomniejszeniem roli państwa w finansowaniu przedsiębiorstw, prywatyzacją banków i liberalizacją gospodarki [Daga, Koufopoulos 2010]. Warto podkreślić, że inicjatorem reform w zakresie nadzoru korporacyjnego nie było państwo, ale przedsiębiorcy (dr Singh), którym zależało, aby korporacje indyjskie stały się konkurencyjne i cieszyły się zaufaniem na rynkach międzynarodowych [Vasudev 2007]. Podążenie za światowym trendem reformowania corporate governance, którego inspiratorami były Stany Zjednoczone i Wielka Brytania, warunkowało pozyskiwanie finansowania zagranicznego [Bhattacharyya, Rao 2005].

Proces uzdrawiania nadzoru korporacyjnego zainicjowała The Confederation of Indian Industry, opracowując pierwszy indyjski kodeks dobrych praktyk corporate governance [La Porta i in. 1997]. Badania przeprowadzone wśród menedżerów spółek na początku kryzysu azjatyckiego pokazały, że byli oni przychylni reformowaniu nadzoru korporacyjnego, opowiadając się za poprawą jakości rad dyrektorów i relacji inwestorskich.

Dla przyciągnięcia kapitału inwestycyjnego – rodzimego i międzynarodowego – koniecznością stało się stworzenie silnego, dobrze uregulowanego rynku kapitałowego pełniącego funkcje kontrolne i dyscyplinujące, a także istotne wzmocnienie nadzoru korporacyjnego. Dobra ochrona interesów akcjonariuszy prowadzi bowiem do wzrostu gospodarczego poprzez oszczędności, akumulację kapitału i efektywną alokację zasobów [La Porta i in. 1997].

Warunkiem rozwoju rynku kapitałowego w latach dziewięćdziesiątych XX wieku było powstanie lub udoskonalenie czterech instytucji [Dalei, Tulsyan, Maravi 2012], a mianowicie Narodowej Giełdy Indii (National Stock Exchange), utworzonej w 1992 roku, oraz powstałej w 1875 roku Bombay Stock Exchange (BSE), będącej najstarszą giełdą w Azji, oraz Securities and Exchange Board of India (SEBI), będącej regulatorem indyjskiego rynku kapitałowego i zmian zachodzących w nadzorze korporacyjnym, a także National Securities Clearing Corporation (Krajowej Izby Rozliczeniowej) i National Securities Depository (Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych) [Prabhash i in. 2012].

Na początku XXI wieku rynek kapitałowy w Indiach przeżywał okres silnego rozwoju, implikując intensywny rozwój jego infrastruktury, czyli firm audytorskich i analityków finansowych, banków inwestycyjnych i domów maklerskich.

W 2006 roku nowe emisje osiągnęły wartość ponad 19 mld USD (22% więcej niż w 2005), a wartość fuzji i przejęć na rynku kapitałowym osiągnęła prawie 28 mld USD (38% więcej niż w 2005). W latach 2005 i 2006 National Stock Exchange of India, jedna z dwóch głównych giełd w tym kraju, ustępowała pod względem liczby transakcji jedynie giełdom amerykańskim (NYSE i NASDAQ). Inwestorzy zagraniczni mogli posiadać najwyżej 40% akcji w spółkach krajowych. W związku z tym podmioty zagraniczne sprzedawały nadwyżki akcji na giełdzie, co przekładało się na wzrost rynku kapitałowego. Zgodnie z ówczesnymi regulacjami akcje notowane na giełdzie sprzedawane były po urzędowej, zaniżonej cenie. Wysokie dyskonto przy emisjach pierwotnych przyciągało na giełdę inwestorów indywidualnych.

Na India's Bombay Stock Exchange notowanych jest najwięcej spółek na świecie. Jednakże pomimo rozmiarów rynku kapitałowego własność akcji koncentruje się w rodzinach (rotacja bogatych rodzin) i w strukturach wewnętrznie zdominowanych, pozostając na stałym poziomie [Solomon 2007, s. 209].

Zmiany formalnych mechanizmów corporate governance, które nastąpiły w latach 1998–2002, ukierunkowały indyjski nadzór korporacyjny na

model anglo-amerykański, który od 1992 roku zastąpił system promotorski. Obecnie, na wzór modelu anglo-amerykańskiego, w radach występują zarówno wewnątrzni, jak i zewnątrzni dyrektorzy. Różnicą jest to, że w przedsiębiorstwach indyjskich CEO jest często przewodniczącym rady.

Ważne zmiany dotyczą dyrektorów niezależnych i nominowanych, których rola bardzo wzrosła. Ich zadaniem stało się zapewnienie wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Spółki, zdaniem SEBI, powinien dyscyplinować rynek kapitałowy.

Indyjski system nadzoru korporacyjnego uważany jest za hybrydę modelu zewnętrznego i wewnętrznego, gdyż mali akcjonariusze uczestniczą w nadzorze korporacyjnym. Odnotowuje się również istotne zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w spółki giełdowe. Głównymi akcjonariuszami indyjskich spółek notowanych na giełdzie są dyrektorzy i ich rodziny (posiadali ponad 21% akcji spółek publicznych), organy spółek (ponad 25%), inwestorzy zagraniczni, instytucje finansowe kontrolowane przez rząd oraz drobni akcjonariusze uczestniczący w nadzorze korporacyjnym. Te wzorce własności są konsekwencją dominacji własności rodzin w spółkach giełdowych [Solomon 2007, s. 208–209].

W Indiach nadal istnieje duża koncentracja własności⁴⁴, a instytucje finansowe odgrywają znacznie większą rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw, chociaż nie sprawują nad nimi nadzoru [Sarkar, Sarkar 2000].

Indyjski system prawny, zbudowany na brytyjskim *common law*, w teorii zapewniał jeden z najwyższych na świecie poziomów ochrony inwestorów, jednakże akcjonariusze mniejszościowi i wierzyciele byli jej pozbawieni [Chakrabarti, Megginson, Yadav 2007]. Indyjski rynek kapitałowy nie był dostatecznie płynny i rozwinięty, aby sprawować efektywną kontrolę nad spółkami. Z kolei aktywizm akcjonariuszy jest w Indiach znacznie słabszy niż w innych krajach. Większość stowarzyszeń akcjonariuszy (jest ich osiemnaście) nie ma pieniędzy na działanie, nie ma prestiżu i jest mało znana w kraju.

Do głównych problemów corporate governance w Indiach należy zaliczyć dyscyplinowanie dominującego akcjonariusza, ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych oraz pozostałych interesariuszy, a także funkcjonowanie rady dyrektorów i relacji inwestorskich, brak rzeczywiście niezależnych dyrektorów, brak zachęt dla spółek do reformowania nadzoru korporacyjnego (brak korelacji pomiędzy stanowieniem drogiego dobrego systemu corporate governance a wynikającym z tego zwrotem), słabo rozwinięty system zewnętrznego monitorowania [Pande, Kaushik 2012]. Można wnioskować, że indyjski system corporate governance reprezentuje konflikty interesów typowe zarówno dla modelu wewnętrznego, jak i zewnętrznego nadzoru korporacyjnego.

⁴⁴ W 2001 roku kapitalizacja rynkowa indyjskich przedsiębiorstw rodzinnych wynosiła 9% PKB, a w 2010 roku już 46% – przedsiębiorstwa te stanowią 67% wszystkich firm. Z 983 indyjskich spółek giełdowych 663 to przedsiębiorstwa rodzinne zatrudniające połowę pracujących w sektorze korporacyjnym.

Sanacja gospodarki warunkowana była reformą corporate governance i doskonaleniem regulacji rynku kapitałowego. Jak wcześniej wspomniano, na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku powstały nowe, dobrze uregulowane i sprawnie działające instytucje oraz nastąpił szybki rozwój adekwatnej infrastruktury [Vasudev 2007]. Ważnym determinantem sanacji gospodarki stały się adekwatne regulacje. Te związane z corporate governance można podzielić za Asian Corporate Governance Association na dwie grupy, a mianowicie na regulacje (kodeksy) państwowe i prywatne [Das 2008].

7.2. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Indiach

7.2.1. Charakterystyka indyjskich kodeksów nadzoru korporacyjnego do 2007 roku (kryzysu finansowego)

W reformowaniu corporate governance w Indiach można wyróżnić dwie fazy. Pierwsza obejmuje okres 1996–2008, druga rozpoczęła się w 2009 roku i nadal trwa.

Pierwsza faza ukierunkowana była na uczynienie rad i komitetów audytu bardziej niezależnymi, silnymi i skoncentrowanymi na monitorowaniu menedżerów, jak też na pomocy akcjonariuszom, w tym instytucjonalnym i zagranicznym, w zakresie monitorowania menedżerów.

Celem powstania Securities and Exchange Board of India (SEBI) było regulowanie i nadzorowanie obrotu papierami wartościowymi, jednakże wkrótce zaczęła ona odgrywać główną rolę w tworzeniu podstawowych reguł zachowań korporacji w kraju. W Indiach w ostatnich kilkunastu latach opublikowano kilka dokumentów odnoszących się do nadzoru korporacyjnego, ale w dalszej części tego rozdziału omówione zostaną tylko te, które znajdują się w zestawieniu prezentowanym przez European Corporate Governance Institute (tab. 19).

Tabela 19. Indyjskie regulacje corporate governance na liście ECGI

Data	Raport	Uwzględnione problemy
04.1998	Desirable Corporate Governance in India – a Code Confederation of Indian Industry (CII) Przewodniczący Rahula Bajaja	<ul style="list-style-type: none"> ochrona interesów inwestorów promowanie transparentności tworzenie międzynarodowych standardów w zakresie ujawniania informacji
7.05.1999	Draft Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance (SEBI)	<ul style="list-style-type: none"> uprawnienia i obowiązki rady oraz zarządzających w tworzeniu systemu dobrego nadzoru korporacyjnego komitet audytu sprawozdawczość obowiązkowa publikowana w raporcie rocznym

Data	Raport	Uwzględnione problemy
21.02. 2000	Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance (SEBI)	ujęcie rekomendacji Komitetu Birli jako nowej Klauzuli 49 w regulach notowania z podziałem na rekomendacje obligatoryjne i dobrowolne
24.12.2009	Corporate Governance Voluntary Guidelines, Ministry of Corporate Affairs, Government of India	Dotyczy następujących problemów: <ul style="list-style-type: none"> • rada dyrektorów. • obowiązki rady dyrektorów • komitet audytu w radzie dyrektorów • audytorzy • instytucjonalizacja mechanizmu <i>whistle-blowing</i>

Źródło: [ECGI http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php].

7.2.1.1. Desirable Corporate Governance – a Code (1998)

Pierwszy dokument poświęcony nadzorowi korporacyjnemu to Desirable Corporate Governance – a Code, opublikowany przez Confederation of Indian Industry (CII) w kwietniu 1998 roku [A Desirable... 1998]. Przewodniczący tej największej indyjskiej organizacji biznesowej N. Kumar we wprowadzeniu do kodeksu informuje, że już w 1996 roku organizacja podjęła się opracowania pierwszego instytucjonalnego dokumentu dotyczącego nadzoru korporacyjnego w przemyśle indyjskim. Pod przewodnictwem Rahula Bajaja powstał zespół (A National Task Force) składający się z członków wywodzących się z przemysłu i mediów, a także nauki, który przygotował projekt wytycznych i kodeks nadzoru korporacyjnego w kwietniu 1997 roku. Zadaniem tego gremium było również promowanie kodeksu corporate governance, który dobrowolnie byłby stosowany przez indyjskie spółki giełdowe z sektora prywatnego i publicznego, banki oraz instytucje finansowe, pomniejszenie obaw dotyczących ochrony interesów inwestorów – w szczególności drobnych, promowanie przejrzystości przedsiębiorstw, udowadnianie konieczności uwzględnienia międzynarodowych standardów w ujawnianiu informacji przez sektor korporacyjny oraz zwiększenie stopnia zaufania publicznego do przedsiębiorstw i przemysłu.

Dokument ten poddany został dyskusji, której efekty znalazły odzwierciedlenie w opracowaniu Desirable Corporate Governance Code, który składał się z wprowadzenia oraz rekomendacji dotyczących: rady, pożądanego ujawnienia, problematyki rynku kapitałowego, instytucji finansowych i dyrektorów nominowanych oraz wniosków końcowych.

Według kodeksu rada dyrektorów ponosi podwójną odpowiedzialność – za kontrolę menedżerów spółki oraz za sprawowanie funkcji powierniczych wobec akcjonariuszy i wierzycieli. Dla tej części kodeksu sformułowano osiem rekomendacji. Rekomendacja 1 określa brak potrzeby wprowadzenia

dualnej (niemieckiej) struktury zarządu, ponadto stwierdzono, że każda spółka giełdowa, której obrót przewyższa podaną w kodeksie kwotę, powinna zaangażować profesjonalnych, kompetentnych, niezależnych dyrektorów niezarządzających (rekomendacja 2). Według rekomendacji 3 żadna osoba nie powinna zasiadać w więcej niż dziesięciu radach (prawo dopuszcza dwadzieścia).

Aby dyrektorzy niezarządzający odgrywali istotną rolę w procesie podejmowania decyzji służących maksymalizacji długoterminowej wartości dla akcjonariuszy, powinni oni być aktywnymi członkami rady, mieć dokładnie zdefiniowane obowiązki (odpowiedzialność) w radzie na wzór komitetu audytu i umieć czytać sprawozdanie finansowe, interpretować wskaźniki finansowe oraz znać prawo dotyczące spółek (rekomendacja 4).

W celu zmotywowania dyrektorów niezarządzających do zwiększenia zaangażowania spółki powinny płacić prowizję przewyższającą wynagrodzenie za udział w posiedzeniu rady. Ówczesna wysokość prowizji wynosząca 1% zysku netto (jeśli spółka ma dyrektora zarządzającego) lub 3% (jeśli spółka nie ma dyrektora zarządzającego) uznana została za wystarczającą. Spółka powinna rozważyć oferowanie opcji na akcje w celu powiązania wynagrodzenia z wynikami działania. Połączenie tych dwóch form zachęt powinno implikować zainteresowanie krótkoterminowymi zyskami spółki i długoterminową wartością dla akcjonariuszy (rekomendacja 5).

Przy ponownym mianowaniu dyrektora do rady spółki (rekomendacja 6) powinno się przedstawić listę jego obecności na posiedzeniach. Generalną praktyką powinno być, aby nie wybierać do rady dyrektora, który opuścił 50% jej posiedzeń.

Według rekomendacji 7 kluczowe informacje przekazywane radzie powinny zawierać roczne plany i budżety operacyjne oraz uaktualnione ich wersje długookresowe, budżety kapitałowe, kwartalne wyniki działania spółki i jej jednostek operacyjnych i segmentów biznesu, raporty audytu wewnętrznego, w tym przypadki naruszenia prawa, ważne sprawy podatkowe (przewyższające 1% kapitału stałego spółki), wypadki losowe, problemy dotyczące opóźnień w regulowaniu odsetek i rat kapitałowych, depozytów wewnętrznych, istotniejszych należności, szczegóły joint ventures i pozostałych umów o współpracy, rekrutacji i wynagradzaniu menedżerów wyższego szczebla, problemach związanych z pracownikami, kwartalne informacje o ryzyku walutowym.

Spółki giełdowe osiągające określoną w kodeksie wartość obrotu lub opłaconego kapitału własnego powinny w ciągu dwóch lat utworzyć komitet audytu, składający się co najmniej z trzech członków będących dyrektorami niezarządzającymi spółki, którzy powinni posiadać odpowiednią wiedzę z zakresu finansów, rachunkowości i prawa spółek.

Aby efektywnie działać, komitet audytu musi mieć zdefiniowane uprawnienia, a jego członkowie powinni być gotowi na poświęcenie więcej czasu na pracę w radzie. Komitety audytu powinny pomagać radzie wypełniać jej funk-

cje odnoszące się do rachunkowości i sprawozdawczości finansowej, kontroli rachunkowych i finansowych, emisji papierów wartościowych. Komitet audytu powinien periodycznie spotykać się z audytorami zewnętrznymi i wewnętrznymi w celu zapewnienia dobrej jakości danych przekazywanych przez firmę i jakości audytorów, jak też wypełniać obowiązki powiernicze z należytą starannością. Spółki giełdowe przed rokiem obrotowym 1998–1999 powinny utworzyć silne komitety audytu lub zaangażować audytorów zewnętrznych dla jego przeprowadzenia (rekomenacja 8).

Kolejna część kodeksu poświęcona jest „pożądanemu ujawnianiu”, gdyż dotychczasowe reguły obowiązujące w tym względzie nie były adekwatne. Working Group on the Companies Act przygotowała propozycje dotyczące sprawozdań finansowych i niefinansowych, a kodeks poświęcił tej tematyce trzy rekomendacje (9–11).

Według rekomendacji 9 „Dodatkowe informacje dla akcjonariuszy” powinny obejmować najwyższą i najniższą średnią miesięczną cenę akcji spółki na giełdach, na których są one notowane, i informacje dotyczące segmentów biznesu. Rekomendacja 10 odnosi się do konsolidacji sprawozdań finansowych grupy, a w 11 rekomendacji zaleca się też, aby większe giełdy indyjskie stopniowo zaczęły domagać się oświadczeń zgodności, które powinny być podpisane przez CEO i CFO. Powinny one wyraźnie określać, że menedżerowie są odpowiedzialni za przygotowanie, integralność i rzetelną prezentację sprawozdania finansowego oraz innych informacji w raporcie rocznym, świadczących o ciągłości zachowania działania przez spółkę w nadchodzącym roku, potwierdzać zgodność polityki i zasad ze standardami, jak też w pełni ujawniać przyczyny braku tej zgodności, rada zaś powinna nadzorować system kontroli wewnętrznej i administracyjnej spółki.

Sprawozdawczość wszystkich spółek mających kapitał akcyjny (opłacony) o wartości określonej w kodeksie powinna być zgodna z jakością i ilością określoną dla potrzeb krajowych (rekomenacja 12). Kolejna część omawianego dokumentu dotyczy „problemów rynku kapitałowego”, którym poświęcono jedną rekomendację (13) określającą, że rząd musi pozwolić na większe finansowe wsparcie sektora korporacyjnego w celu zabezpieczenia papierów wartościowych.

Następna część kodeksu, której poświęcono trzy rekomendacje, dotyczy uprawnień wierzycieli. Według pierwszej z nich (14) instytucje finansowe będące kredytodawcami powinny wyeliminować klauzulę dotyczącą nominowania dyrektora do rady, z wyjątkiem sytuacji świadczących o niesolidności dłużników lub braku danych finansowych spółki za ostatnie pół roku.

Jeżeli spółka korzysta z usług więcej niż jednej agencji ratingowej, powinna podać w prospekcie wszystkie ratingi (rekomenacja 15). Należy przyrzeć się liczbie i jakości ujawnień towarzyszących emisji papierów wartościowych w USA i Wielkiej Brytanii, po to, aby dowiedzieć się, co jeszcze można zrobić dla powiększenia zaufania i przejrzystości. Spółki, które emitują papiery dłużne za granicą, muszą posługiwać się jednym zestawem norm sprawozdawczości.

Jeśli spółki nie będą regulować zobowiązań wynikających ze stałych oprocentowanych depozytów (rekommendacja 16), nie będą mogły przyjmować takich lokat i dokonywać wewnętrznych pożyczek, ani wypłacać dywidendy do czasu spłaty zaległości.

Kolejna część dokumentu poświęcona „Instytucjom finansowym i dyrektorom nominowanym” nakazuje zmniejszenie liczby spółek mających nominowanych dyrektorów. Instytucje finansowe powinny prowadzić politykę wycofywania tych dyrektorów ze spółek, w których posiadają oni 5% akcji. „Wnioski końcowe” zamykają ten dokument.

Warto zauważyć, że Desirable Corporate Governance – a Code napisany jest bardzo jasno i wyczerpująco uzasadnia podnoszone kwestie.

7.2.1.2. Draft Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance (1999)

Drugą ważną inicjatywą z zakresu corporate governance było powołanie w dniu 7 maja 1999 roku przez Securities and Exchange Board of India Komitetu corporate governance, którego przewodniczącym został Kumar Manglam Birla. Zadaniem tego gremium było promowanie corporate governance i podnoszenie jego standardów, a także [Pande, Kaushik 2012]:

- zaproponowanie giełdzie korekt wymogów notowania dla spółek w zakresie ciągłego ujawniania istotnych informacji finansowych i niefinansowych, sposobu i częstotliwości tych ujawnień, odpowiedzialności niezależnych zewnętrznych dyrektorów;
- przygotowanie projektu kodeksu dobrych praktyk korporacji;
- zaproponowanie korporacjom sposobów przeciwdziałania wykorzystywaniu informacji wewnętrznych.

Komitet Birli eksponował takie problemy nadzoru korporacyjnego, jak dyrektorzy niezależni, niezależność rady, komitety audytu oraz ich skład i funkcje. Komitet stwierdził, że „podstawowym celem corporate governance jest powiększanie wartości dla akcjonariuszy przy uwzględnianiu interesów innych interesariuszy” (pkt 4.2).

Przewodniczący tego komitetu stwierdził, że rekomendacje rozpatrują corporate governance z punktu widzenia interesariuszy, a w szczególności akcjonariuszy, ponieważ są oni sednem istnienia nadzoru korporacyjnego, a także SEBI. W tym kontekście funkcje kontrolne i sprawozdawcze rady, rola komitetów rady oraz menedżerów nabierają szczególnego znaczenia. Można też patrzeć na corporate governance w aspekcie znaczenia dla powiększania efektywności przedsiębiorstwa, kreowania jego wartości i wartości dla gospodarki kraju. W pewnym sensie te dwie perspektywy są powiązane.

Zdaniem komisji w warunkach indyjskich nie sprawdzi się raczej dobrowolny kodeks. W związku z tym zaproponowała ona, aby rekomendacje ważne, stanowiące rdzeń corporate governance, były wdrażane obligatoryjnie, co warunkowane było odpowiednią korektą regulacji giełdowych i wymogów no-

towania. Regulacje mniej istotne lub wymagające zmiany aktów prawnych (Company Act) mogą być wdrażane dobrowolnie (pkt 5.1 i 5.2). Uznaje ona jednakże, że żaden system kontroli nie może wyeliminować ryzyka oszustwa. Komisja wyraża przekonanie, że rekomendacje tego dokumentu stanowią ważny krok naprzód i, jeśli zostaną zaakceptowane i będą przestrzegane, podniosą standardy corporate governance, wzmocnią rady, znacząco podniosą ich efektywność i ostatecznie służyć będą maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Raport Komitetu Birli prezentuje zbiór rekomendacji pokazujących odpowiedzialność i obowiązki rady oraz menedżerów w instytucjonalizacji systemów dobrego nadzoru korporacyjnego i określa uprawnienia akcjonariuszy do żądania tego. Znaczna część tych rekomendacji jest nakazana prawem i egzekwowana od spółek giełdowych w postaci jednostkowych lub ciągłych ujawnień dokonywanych etapowo w określonym czasie. Spółki są zobligowane do publikowania odrębnego raportu o corporate governance w raporcie rocznym. Informuje on akcjonariuszy, w jakim zakresie spółka, w którą zainwestowali, zapewnia dobry corporate governance.

Ustalono, że spółki powyżej określonej wielkości zmuszone będą przestrzegać nakazanych prawem rekomendacji raportu przed kwietniem 2000 roku, a pozostałe spółki w roku następnym. Rekomendacje nienakazane prawem powinny być dobrowolnie przestrzegane. Komisja zaleciła, aby SEBI zażądała od odpowiednich władz włączenia tych przepisów do struktur regulacyjnych lub kontrolnych.

Komisja uważa, że Indie stworzyły podstawowy system corporate governance, a SEBI podjęła już inicjatywy mające na celu podniesienie jego standardów. Stwierdziła również, że niektóre patrzące w przyszłość spółki już dokonały lub dokonują rewizji struktury rad oraz raportowały (lata 1998–1999) w rocznych raportach zakres przestrzegania Desirable Code of Corporate Governance opracowanego przez Confederation of Indian Industries.

Struktura Draft Report of the Kumar Mangalam Committee on Corporate Governance ujęta jest w załączniku nr 2. Autorzy kodeksu za trzy filary nadzoru korporacyjnego uznają akcjonariuszy, radę dyrektorów i menedżerów.

Kodeks Birli nakazywał, aby:

- w spółkach połowę składu rady dyrektorów stanowili dyrektorzy zewnątrzni, jeśli ta sama osoba zajmuje stanowisko dyrektora zarządzającego i przewodniczącego rady dyrektorów, a jedną trzecią, jeśli przewodniczący rady jest dyrektorem zewnętrznym;
- spółki utworzyły komitet audytu, składający się z co najmniej trzech dyrektorów niezarządzających, z których większość powinna być niezależna, a co najmniej jeden powinien być specjalistą w dziedzinie finansów lub rachunkowości. Przewodniczący rady powinien uczestniczyć w walnym zgromadzeniu, odpowiadając na pytania akcjonariuszy. W razie potrzeby, Komitet powinien spotykać się z dyrektorami zarządzającymi. Posiedzenia Komitetu powinny odbywać się co najmniej trzy razy w roku,

w składzie dwóch członków albo 1/3 niezależnych dyrektorów. Jego członkowie powinni mieć możliwość uzyskania potrzebnych informacji od każdego pracownika, korzystania z zewnętrznego doradztwa i zapraszania ekspertów zewnętrznych na posiedzenia. Komitet audytu powinien stanowić silny i profesjonalny pomost pomiędzy radą, audytorami statutowymi i audytorami wewnętrznymi;

- spółki utworzyły komitet wynagrodzeń, który określałby pakiety wynagrodzeń dyrektorów zarządzających;
- rada decydowała o wynagrodzeniach dyrektorów niezarządzających, a wszystkie informacje z tym związane były publikowane w raporcie rocznym;
- rada spotykała się co najmniej cztery razy w roku, a maksymalna przerwa między spotkaniami wynosiła najwyżej cztery miesiące;
- raport corporate governance, będący elementem raportu rocznego, zawierał informacje o składowych wynagrodzenia otrzymywanego przez dyrektorów spółki;
- dyrektorzy nie wchodzili w skład więcej niż dziesięciu komitetów i nie byli przewodniczącymi rady/komitetów w więcej niż pięciu spółkach;
- przy mianowaniu lub ponownym wyborze dyrektorów akcjonariusze otrzymali ich życiorysy, informacje dotyczące kompetencji oraz liczby rad, w których zasiadają;
- wyniki kwartalne spółki były publikowane na jej stronie internetowej;
- utworzony został komitet skarg akcjonariuszy, któremu przewodniczyć powinien dyrektor niezależny;
- raport roczny spółki giełdowej zawierał oświadczenie o zgodności z rekomendacjami corporate governance;
- spółki przedstawiały sprawozdanie Management, Discussion and Analysis jako element raportu rocznego.

Natomiast rekomendacje kodeksu, które dobrowolnie mogą być stosowane, odnoszą się do:

- tworzenia biura na koszt firmy przez niezależnego przewodniczącego rady oraz uzyskania zwrotu kosztów poniesionych przez niego w związku z pełnieniem funkcji;
- komitetu wynagrodzeń, który powinien składać się z co najmniej trzech dyrektorów niezarządzających; przewodniczący powinien być dyrektorem niezależnym;
- raportu półrocznego, który powinien być wysyłany każdemu akcjonariuszowi;
- kierownictwa spółki, które powinno wyjaśnić i uzasadnić wszelkie odchylenia pozycji sprawozdania finansowego od standardów rachunkowości;
- zalecenia szkolenia członków rad oraz tworzenia mechanizmów oceny ich działania;
- braku konieczności uzyskiwania pozytywnej opinii biegłego rewidenta odnośnie do sprawozdania finansowego [Vasudev 2007].

Podsumowując, Raport Birli zaproponował 25 rekomendacji, z których 19 było obligatoryjnych.

Komitet podkreślał znaczenie dyrektorów niezależnych w zapewnianiu obiektywnej oceny decyzji podejmowanych przez radę. Kapitalne znaczenie dla efektywnego funkcjonowania rady ma odpowiednia struktura dyrektorów zarządzających i niezależnych. Rekomendował również utworzenie w radzie komitetów audytu, wynagrodzeń i nominacji. Komitet audytu składający się z dyrektorów niezależnych powinien przyczynić się do wzmocnienia funkcji nadzorczej rady oraz przeciwdziałania oszustwom i manipulacjom dokonywanym w spółce. Celem komitetu nominacji jest rekomendowanie kandydatów na dyrektorów, natomiast komitet wynagrodzeń jest zobowiązany do zapewnienia, że kierownictwo firmy nie otrzymuje nadmiernych wynagrodzeń. Raport ten postulował również konieczność ujawniania transakcji zawieranych przez spółkę z podmiotami powiązаныmi.

Kwalifikacje, struktura i wynagrodzenia dyrektorów (w tym wynagrodzenia powiązane z wynikami działania), struktura własności spółki i szczegóły dotyczące komitetów powinny być publikowane w raporcie corporate governance.

7.2.1.3. Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance (2000)

Securities and Exchange Board of India (SEBI) w dniu 25 lutego 2000 roku dokonała nowelizacji reguł notowania (Listing Agreement) w celu włączenia do nich rekomendacji nowego krajowego kodeksu nadzoru korporacyjnego opublikowanego przez Komitet Birli w 1999 roku. Reguły te zostały ujęte jako nowa część Listing Agreement – Klauzula 49 zatytułowana „Corporate Governance”, która miała być wdrażana etapami w latach 2000–2003. SEBI poprawia standardy corporate governance, wymuszając korekty Securities Contracts (Regulation) Act, 1956, Securities and Exchange Board of India Act, 1992 i Depositories Act, 1996 [Chakrabarti i in. 2007].

Struktura Klauzuli 49 jest następująca:

- I. Rada dyrektorów
 - II. Komitet audytu
 - III. Wynagrodzenia dyrektorów
 - IV. Procedury rady
 - V. Menedżerowie
 - VI. Akcjonariusze
 - VII. Nadzór korporacyjny
 - VIII. Zgodność
- Etapy wdrażania

Klauzula 49 miała na celu poprawę corporate governance spółek notowanych na giełdzie i jest uważana za najistotniejsze osiągnięcie w tym zakresie

w Indiach pierwszej dekady XXI wieku. Główne postanowienia tego dokumentu są następujące [Prabhash i in. 2012]:

I. Skład rady dyrektorów. Firmy powinny mieć w składzie rady dyrektorów połowę dyrektorów zewnętrznych, jeśli ta sama osoba zajmuje stanowisko dyrektora zarządzającego i przewodniczącego rady dyrektorów, a jedną trzecią dyrektorów zewnętrznych, jeśli przewodniczący rady jest dyrektorem zewnętrznym.

II. Komitet audytu. Firmy powinny utworzyć komitet audytu, składający się z co najmniej trzech dyrektorów niezarządzających, mających doświadczenie w sprawach finansowych. Przewodniczący tego komitetu powinien być dyrektorem niezależnym. Dodatkowo należy szczegółowo określić rolę i odpowiedzialność komitetu audytu. Powinien on spotykać się co najmniej trzy razy do roku, przed zamknięciem sprawozdania finansowego oraz co pół roku.

III. Wynagrodzenia dyrektorów

Wynagrodzenie dyrektorów niezarządzających powinno być ustalane przez radę dyrektorów. W części raportu rocznego poświęconej corporate governance należy ujawnić następujące dane dotyczące wynagradzania: strukturę pakietu wynagrodzeń wszystkich dyrektorów, tj. pensję, bonusy i inne korzyści, opcje akcyjne, sposoby powiązania wynagrodzenia z wynikami działania, kontrakty, szczegóły dotyczące opcji akcyjnych.

IV. Procedury rady

Posiedzenia rady powinny odbywać się co najmniej cztery razy do roku, a przerwa między nimi nie może przekroczyć czterech miesięcy. Dyrektor nie może zasiadać w więcej niż dziesięciu komitetach lub nie może być przewodniczącym komitetu w więcej niż pięciu spółkach, w których jest dyrektorem. Jest zobowiązany do złożenia oświadczenia w sprawozdaniu rocznym, nie tylko ujawniając zajmowane stanowiska w komitetach, ale także zmiany, jakie zaszły w tym względzie.

V. Menedżerowie

Część raportu rocznego powinien stanowić raport dyrektorów obejmujący Management Discussion and Analysis.

VI. Akcjonariusze

W przypadku nominacji nowego dyrektora lub reelekcji dyrektora akcjonariusze muszą otrzymać adekwatne informacje, wymagane przez część VI Klauzuli 49.

VII. Raport corporate governance

Odrębną część raportu rocznego powinien stanowić raport corporate governance dotyczący zgodności. Należy ujawnić nieprzestrzeganie każdego nakazanego przepisu, jak też powody i zakres niezgodności. Załącznik 2 zawiera listę zaleceń, które należy uwzględnić w raporcie, natomiast załącznik 3 prezentuje rekomendacje dobrowolne.

VIII. Zgodność

Spółka powinna otrzymać oświadczenie od audytora potwierdzające przestrzeganie reguł corporate governance ujętych w Klauzuli 49 i dołączyć je do

rocznego raportu dyrektorów przesyłanego wszystkim akcjonariuszom spółki oraz giełdzie. Omawiany dokument zamyka prezentacja etapów jego wdrażania.

Rekomendacje te miały być stosowane bezzwłocznie przez spółki wchodzące na giełdę, spółki należące do Grupy A indeksów BSE 200 oraz indeksu S&P C&X Nifty zobligowano do ich implementacji do 31 marca 2001, spółki mające, w ciągu pięciu poprzednich lat, kapitał akcyjny co najmniej równy 10 crore rupii⁴⁵ lub aktywa netto o wartości co najmniej 250 mln rupii nie później niż 31 marca 2002, natomiast do 31 marca 2003 roku wszystkie spółki notowane dysponujące kapitałem akcyjnym (opłaconym) w kwocie 30 i więcej mln rupii [Chakrabarti 2005].

Firmom, które nie dostosowały się do wymogów Klauzuli 49, groziło wyeliminowanie z giełdy oraz kary finansowe. Jednakże do 2006 roku SEBI nie wprowadziła sankcji za brak zgodności z tymi wymogami. Pierwsze działania mające na celu ich egzekwowanie podjęte zostały w 2007 roku.

Mając na względzie podniesienie jakości corporate governance w Indiach oraz zachęcanie do przejrzystości i integralności rynku, SEBI powołała komitet corporate governance pod przewodnictwem Narayana Murthy, który w dniu 8 lutego 2003 roku opublikował Report of the SEBI Committee on Corporate Governance [Report SEBI 2003]. Jego celem było dokonanie oceny adekwatności dotychczasowych praktyk nadzoru korporacyjnego i wskazanie możliwości ich dalszego udoskonalania. W konsekwencji tej oceny w dniu 29 października 2004 roku zmodyfikowano Klauzulę 49, ujmującą wymogi notowania na giełdach indyjskich, które stały się obowiązujące od 1 stycznia 2006 roku. Na zlecenie rządu podobnej oceny w zakresie ewentualnych reform prawa spółek dokonał powołany w dniu 2 grudnia 2004 roku Komitet Iraniego. Reformy te są nadal kontynuowane.

7.2.2. Indyjskie regulacje corporate governance powstałe po 2007 roku

7.2.2.1. Corporate Governance Voluntary Guidelines (2009)

W dniu 24 grudnia 2009 roku Ministry of Corporate Affairs (MCA) opublikowało Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009. Kodeks ten powstał na podstawie rekomendacji dwóch raportów, a mianowicie: Naresha Chandry, przygotowanego przez Confederation of Indian Industry (CII) w lutym 2009 roku oraz Recommendations to Strengthen Corporate Governance Framework, który opracował Institute of Company Secretaries India (CSI). Te wytyczne zachęcają spółki do stosowania dobrych praktyk dobrowolnie, gdyż są one nie tylko benchmarkiem dla sektora korporacji, ale umożliwiają osiągnięcie wysokich standardów nadzoru korporacyjnego, opartego na etycznym i odpowiedzialnym prowadzeniu biznesu. Ministerstwo ma nadzieję, że ich

⁴⁵ Crore w systemie numerycznym Azji Południowej = 10 milionów, więc 10 crore tu 100 mln rupii – wg tego będą przeliczone dalsze kwoty.

wdrożenie przełoży się na zwiększenie zaufania akcjonariuszy, mającego zasadnicze znaczenie dla zachowania ciągłości generującego wartość biznesu. Wytyczne głównie skupiają się na radzie, odpowiedzialności rady, funkcjach komitetu audytu, przestrzeganiu standardów biurowych i mechanizmach wspomagających *whistle-blowers*. Ministerstwo oznajmiło, że dokona korekt Guidelines po roku ich obowiązywania, po uzyskaniu opinii różnych zainteresowanych.

Dokument Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009 ma następującą strukturę [Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009]:

Przedmowa s. 5

Wstęp s. 7

Preambuła s. 9

Wytyczne

I. Rada dyrektorów s. 10

A.1. Nominacja dyrektorów

A.2. Rozdzielenie stanowisk przewodniczącego i CEO

A.3. Komitet nominacji

A.4. Liczba spółek, w radzie których można zasiadać

B. Dyrektorzy niezależni

B.1. Atrybuty dyrektora niezależnego

B.2. Kadencja dyrektora niezależnego

B.3. Prawo dyrektorów niezależnych do periodycznych spotkań z menedżerami

C. Wynagrodzenia dyrektorów

C.1. Wynagrodzenie

C.2. Komitet wynagrodzeń

II. Odpowiedzialność rady s. 15

A. Szkolenie rady

B. Umożliwienie podejmowania decyzji wysokiej jakości

C. Zarządzanie ryzykiem

D. Ocena wyników działania rady dyrektorów, komitetów i poszczególnych dyrektorów

E. Rady powinny zapewnić przestrzeganie prawa

III. Komitet audytu w radzie s. 17

A. Komitet audytu – skład

B. Komitet audytu – przyznanie siły

C. Komitet audytu – rola i odpowiedzialność

IV. Audytorzy s. 18

A. Wyznaczanie audytorów

B. Certyfikat niezależności

C. Rotacja firm audytorskich i partnerów

D. Potrzeba klarowności informacji dla audytora i/lub dostarczanych mu przez spółkę

E. Mianowanie audytora wewnętrznego

V. Audyt sekretarski s. 20

VI. Instytucja mechanizmu *whistle-blowing* s. 20

Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009 składają się z sześciu części, dokument łącznie liczy 24 strony. Jego zalecenia można podzielić na trzy następujące części: 1) struktura rady i sprawy dyrektorskie; 2) problemy audytu; 3) inne incydentalne problemy.

W pierwszej grupie, obejmującej cztery problemy (A.1–A.4), uwzględniono kwestię wyboru dyrektorów. Proces ten został sformalizowany. Każdemu dyrektorowi niezarządzającemu i niezależnemu należy przekazać formalny list określający okres jego kadencji, obowiązki, które powinien spełniać – ze szczególnym wyeksponowaniem obowiązków wynikających z powierzenia, kodeksu etyki spółki, wynagrodzenie, ubezpieczenia oraz listę działań zakazanych w trakcie pełnienia funkcji.

W związku z wadą indyjskiego systemu corporate governance polegającą na dużej roli akcjonariuszy większościowych w wyznaczaniu niezależnych członków rady, Guidelines zalecają powoływanie komitetu nominacji, składającego się w większości z dyrektorów niezależnych (powinien być nim również przewodniczący) w oparciu o obiektywne i przejrzyste zasady, które powinny być opublikowane. Zadaniem tego komitetu jest poszukiwanie, ocena i rekomendowanie radzie odpowiednich kandydatów na dyrektorów niezależnych i niezarządzających (A.3). Reguły te powinny określać kwalifikacje, pozytywne atrybuty, niezależność oraz czas, który powinien poświęcić na pracę w radzie, jak też określać proces oceny kwalifikacji, wiedzy, doświadczenia i efektywności poszczególnych dyrektorów oraz całej rady. Dyrektorzy ci w momencie wyboru muszą zapewnić o swojej niezależności (konieczne coroczne potwierdzenie).

Zaleca się rozdzielenie stanowisk CEO i przewodniczącego rady. Wytyczne ujęte w punkcie A.4. formułują ograniczenia co do liczby zajmowanych stanowisk w radach, tak aby dyrektor mógł poświęcić odpowiedni czas sprawom spółki. Liczba spółek, w których dyrektor zarządzający może pełnić funkcje dyrektora niezależnego i niezarządzającego, zależy od rodzaju przedsiębiorstwa. Dyrektor zarządzający lub dyrektor pracujący w pełnym wymiarze czasu pracy w spółce publicznej może być dyrektorem niezależnym i niewykonawczym maksymalnie w siedmiu spółkach.

Drugi podpunkt (B) dotyczy niezależności rady. Rekomendacje promują zwiększenie niezależności rady i wzmocnienie pozycji dyrektorów niezależnych. Spółka powinna opracować politykę określania pozytywnych atrybutów dyrektorów niezależnych, takich jak uczciwość, doświadczenie, wiedza ekspercka, przeczność, jakość zarządzania i umiejętność czytania sprawozdań finansowych. Polityka ta powinna być publikowana i może podlegać akceptacji akcjonariuszy. Żaden dyrektor niezależny nie może zasiadać w radzie danej spółki dłużej niż sześć lat (B.2), a jego ponowny wybór może nastąpić dopiero po upływie trzech lat.

Trzeci podpunkt (C) dotyczy wynagradzania dyrektorów zarządzających i niezarządzających. Zgodnie z Companies Act wynagrodzenie dyrektorów zatwierdzają akcjonariusze, a jego wysokość ograniczana jest przez prawo spółek. Spółka powinna zapewnić system wynagradzania tworzący właściwą strukturę i poziom wynagrodzeń umożliwiających pozyskanie, utrzymanie i motywowanie dyrektorów o jakości odpowiedniej do prowadzenia spółki w sposób zapewniający jej sukcesy. Sposób powiązania wynagrodzeń z wynikami działania powinien być jasny. System nagradzania powinien być oparty na realizacji odpowiednich celów, a nagrody przyznawane za uzyskanie istotnego wzrostu wyników działania. Wartości docelowe powinny być publikowane w raporcie rocznym. Polityka wynagradzania w spółce powinna być jawna. Nie ma żadnych wskazówek odnośnie do sposobów ustalania tego wynagrodzenia. Zaleca się podział wynagrodzenia na część stałą i zmienną. Proponuje się, aby dyrektorzy niezarządzający i niezależni otrzymywali albo stałe wynagrodzenie, albo określony procent zysków spółki. Nie wolno ich wynagradzać opcjami na akcje, ani też wypłacać premii opartych na zysku. Dokument ten zaleca utworzenie komitetu wynagrodzeń, składającego się w większości z dyrektorów niezarządzających, z których co najmniej jeden powinien być niezależny. Komitet ten powinien opracować zasady, kryteria i podstawę polityki wynagradzania, które powinny być ujawniane akcjonariuszom, zapewniając transparentność tego systemu. Zalecenia te nie zawsze są adekwatne dla Indii, gdyż menedżerowie są nie tylko pracownikami spółek, ale też często ich właścicielami (firmy rodzinne). Otrzymują oni również korzyści w postaci dywidendy i agio, a zatem motywacyjna funkcja wynagrodzenia nie jest w ich przypadku tak istotna, jak korzyści wynikające z własności akcji i sprawowania kontroli.

W ramach „Odpowiedzialności rady” postuluje się, aby dyrektorzy otrzymywali odpowiednią wiedzę w momencie mianowania i mieli możliwość jej pogłębienia poprzez szkolenia w trakcie pełnienia funkcji w spółce. Powinno im się zapewnić dopływ adekwatnych informacji, umożliwiających podejmowanie dobrych decyzji.

Rada, komitet audytu i dyrektorzy zarządzający powinni wspólnie określić ryzyko obciążające działalność spółki, dokumentując proces jego identyfikacji, minimalizacji i optymalizacji, w ramach polityki zarządzania lub strategicznej. Rada powinna opracować i wdrożyć ramy zarządzania zasadniczymi elementami ryzyka spółki i dokonywać jego oceny co pół roku, o czym powinna poinformować w raporcie (C).

Rada powinna dokonywać corocznie oceny wyników pracy swojej, komitetów i poszczególnych dyrektorów, a wyniki tej oceny i sposób jej dokonywania powinny być publikowane w raporcie rocznym (D). Dla zapewnienia bezpieczeństwa inwestycji akcjonariuszy rada co najmniej raz do roku powinna przeprowadzić ocenę systemu kontroli wewnętrznej funkcjonującego w spółce, powiadamiając o tym akcjonariuszy w raporcie. Rewizja ta powinna dotyczyć wszystkich istotnych kontroli, w tym finansowej i operacyjnej, kontroli zgod-

ności oraz systemu zarządzania ryzykiem (E). Dokument Directors' Responsibility Statement powinien zawierać oświadczenie potwierdzające, że wdrożone zostały właściwe systemy zapewniające przestrzeganie prawa obowiązującego spółkę.

Część druga Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009 dotyczy audytu. Reguły notowania (Klauzula 49) określają skład i funkcje komitetu audytu. Jego przewodniczący powinien być dyrektorem niezależnym, a wszyscy członkowie posiadać wiedzę dotyczącą zarządzania finansami, audytu lub rachunkowości.

Dokument ten rekomenduje zwiększenie dostępu do informacji o sprawach spółki i możliwości korzystania przez członków komitetu audytu z profesjonalnego doradztwa zewnętrznego w celu lepszego wykonywania swoich obowiązków. Komitetowi temu przyznano też większą rolę i odpowiedzialność w zakresie monitorowania sprawozdawczości finansowej, kontroli wewnętrznej i rekomendowania audytora zewnętrznego. Klauzula 49 obrotu giełdowego ogranicza rolę komitetu do odpowiedniego ujawniania transakcji z podmiotami zależnymi, nie dając mu prawa do ich weryfikowania. Powoduje to sytuację, w której nie są one kontrolowane aż do momentu ich ujawnienia. W indyjskim systemie transakcje te mogą być wykorzystane dla przejmowania korzyści przez akcjonariuszy większościowych z naruszeniem interesów akcjonariuszy mniejszościowych. W tym świetle zalecenie Guidancce, aby komitet audytu monitorował i aprobował wszystkie transakcje z podmiotami powiązanymi, są bardzo ważne, gdyż uniemożliwią przejmowanie korzyści kontrolującym spółkę. Dokument ten nie określa formy tej akceptacji lub jej braku.

Podpunkt drugi części drugiej poświęconej audytowi dotyczy audytorów. Słabością systemu indyjskiego jest to, że na ich wybór duży wpływ mają inwestorzy większościowi. Guidelines zalecają, aby komitet audytu wybierał biegłego rewidenta i nadzorował jego pracę i żeby audytorzy zmieniali się co trzy lata, natomiast firma audytorska co pięć lat. Mogą powrócić do tych obowiązków po upływie odpowiednio trzech i pięciu lat. Nadzorowi tego komitetu podlegać powinien również audyt wewnętrzny. Rekomenduje się też konieczność wzmocnienia regulacji dotyczących profesji audytorów. Spółka powinna uzyskać od firmy audytorskiej oświadczenie o jej niezależności.

W części trzeciej Guidelines (Other Incidental Matters) wprowadzane są pewne nowe zasady lub przekwalifikowywane są dotychczasowe. Nacisk kładzie się na systemy zapewniające zgodność z obowiązującym prawem. Ważna staje się identyfikacja i dywersyfikacja ryzyka, gdyż problemy z tym związane są w gestii rady, komitetu audytu i odpowiednich menedżerów. Spółki powinny zapewnić system profesjonalnego audytu oraz odpowiedni mechanizm *whistle-blowers* zapewniający tym osobom dostęp do przewodniczącego komitetu audytu [Varottil 2010].

Można nadmienić, że powołany przez SEBI we wrześniu 2009 roku Committee on Disclosure and Accounting Standards (SCODA) przeanalizował

propozycje dotyczące wyboru CEO po dokonaniu oceny kwalifikacji, doświadczenia i wykształcenia kandydata, rotacji audytorów co pięć lat, dobrowolnego stosowania International Financial Reporting Standards (IFRS), publikacji bilansu co pół roku, skrócenia czasu składania sprawozdań finansowych przez spółki publiczne zgodnie z wymogami notowania (Listing Agreement). Niektóre z tych propozycji, jak na przykład mianowanie CEO przez komitet audytu i problemy sprawozdawczości finansowej, zostały uwzględnione w korektach Listing Agreement, inne ważne zalecenia, takie jak rotacja audytorów, nie są jeszcze obowiązujące.

Indyjski kodeks corporate governance [Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009] powstał z inicjatywy Ministry of Corporate Affairs, Government of India i wzoruje się na modelu anglo-amerykańskim. Niektórzy eksperci uważają, że Indie powinny opracować własny kodeks, ponieważ grupy biznesowe – rodzinne i państwowe – dominujące w sektorze korporacyjnym, istotnie różnią się od tych funkcjonujących w gospodarkach brytyjskiej i amerykańskiej, gdzie występuje znacznie większe rozproszenie akcjonariatu. Głównym problemem corporate governance w Indiach jest dyscyplinowanie dominującego akcjonariusza będącego właścicielem pakietu akcji oraz ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych i pozostałych interesariuszy [Pande, Kaushik 2012]. Kultura indyjska jest również odmienna. Proponuje się wykorzystanie powszechnie znanej w hinduizmie koncepcji *Dharma* w uzdrawianiu i internacjonalizacji gospodarki i nadzoru korporacyjnego tego kraju. Na jej istotę składają się [Madan 2010]:

- prawość (*Dharma*): właściwa ścieżka, która jednoczy rodzinę, organizację, społeczeństwo; stabilizuje społeczeństwo, utrzymuje porządek społeczny i tworzy dobrobyt i postęp społeczny;
- dobro publiczne (*Loka Sangraha*): praca nie tylko dla korzyści prywatnych, ale też dla dobra publicznego (ja plus inni);
- skuteczność (*Kausalam*): optymalne i rozumne wykorzystywanie zasobów umożliwiające ich zachowanie dla przyszłych pokoleń;
- innowacje (*Vividhta*): poza zachowaniem ciągłości działania biznes powinien inicjować innowacje, nieustannie poszukiwać efektywniejszych rozwiązań w celu zaspokojenia ekonomicznych i społecznych oczekiwań;
- uczenie się (*Jigyasa*): zmiana i ciągłość koegzystują. Korporacja musi wciąż uczyć się od społeczeństwa i poprzez procesy wewnętrzne, czyli pytania, wyzwania, dyskusje i szkolenia.

Jeśli Indie zechcą opracować własne zasady nadzoru korporacyjnego, to muszą one być kompatybilne z dobrymi praktykami, będącymi priorytetami corporate governance w skali globalnej – odseparowanie menedżerów od nadzoru, przejrzystość, odpowiedzialność, strategiczne zarządzanie ryzykiem, społeczna odpowiedzialność korporacji, szczególnie za ochronę środowiska i wobec interesariuszy. Z tych względów opracowanie odrębnego modelu będzie bardzo trudne i można się zastanawiać, czy będzie też zasadne. Uwzględniając historię społeczno-gospodarczą Indii, można sądzić, że model anglo-

-amerykański jest adekwatny dla tego kraju, który jednakże z różnych przyczyn wykazuje słabości w implementacji jego reguł i regulacji [Bhattacharyya 2013].

Konkludując, można stwierdzić, że pod koniec pierwszej dekady XXI wieku Indie – na tle innych państw BRIC – są wysoko oceniane w zakresie ochrony praw akcjonariuszy i ochrony praw wierzycieli. Jednakże praktyka istotnie różni się od teorii w tym względzie. Indyjskie standardy rachunkowości są nadal lepsze od standardów posiadanych przez inne kraje tego regionu, ale pozostają one w tyle za takimi krajami, jak Wielka Brytania i USA. Wskazuje się na zbyt dużą dowolność w prezentowaniu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, jaką dopuszczają indyjskie standardy rachunkowości. Słabością Indii pozostaje korupcja oraz egzekucja prawa i działanie systemu wymiaru sprawiedliwości, a także system prawny. Według indeksu Banku Światowego Ease of Doing Business szczególnie negatywnie ocenia się proces likwidacji firmy.

Własność indyjskich spółek publicznych pod koniec pierwszej dekady XXI wieku pozostawała silnie skoncentrowana. Kontrolowane przez rodziny przedsiębiorstwa zapewniają formę organizacji redukującą koszty transakcyjne i asymetrię informacji.

W sektorze korporacyjnym główną rolę odgrywają grupy należące do rodziny. Około 60% firm (stanowiących około 65% kapitalizacji giełdy) należy do tych grup. Udowodniono, że aktualna struktura własności tych grup biznesowych umożliwia tunelowanie kapitałów pomiędzy nimi. Jest ona daleka od przejrzystości, występują struktury piramidowe, krzyżowa własność akcji oraz wykorzystywanie firm prywatnych jako akcjonariuszy spółek grupy.

Pomimo sygnalizowanych problemów w obszarze corporate governance gospodarka Indii szybko rozwija się w ostatnich latach. Wynika to z determinacji w reformowaniu i liberalizacji gospodarki od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku, przełamywania dominacji grup rodzinnych, a także wspierania dążeń do zapewnienia przejrzystości, dobrych praktyk i efektywności National Stock Exchange of India oraz Bombay Stock Exchange. Zmiany te warunkują i inicjują rozwój gospodarczy Indii oraz wpływają na doskonalenie systemu corporate governance.

Problemy nadzoru korporacyjnego występujące w Indiach nie różnią się w zasadzie od problemów odczuwanych przez inne kraje rozwijające się, szczególnie przez Brazylię, Chiny i Rosję.

Reasumując, w niniejszym rozdziale omówione zostały indyjskie regulacje nadzoru korporacyjnego znajdujące się na liście dokumentów publikowanej przez European Corporate Governance Network. Nie są to wszystkie, ale najważniejsze regulacje opublikowane w Indiach. Można zauważyć, że proces rozwoju corporate governance w tym kraju przebiega bardzo dynamicznie i konsekwentnie w celu dokonania jego sanacji i umiędzynarodowienia. Kultura kraju, wzmocniona konsekwencjami zawirowań politycznych, powoduje, że nie jest to proces łatwy i szybki, wymaga bowiem dokonania zmian

mentalności, etyki, legislacji, a także zasad działania. Można stwierdzić, że Indie odnoszą w tych działaniach sukcesy. Nadzór korporacyjny Indii należy do modelu anglo-amerykańskiego, ale wypracowuje on własny, specyficzny model łączący pewne cechy systemu wewnętrznego i zewnętrznego. Następuje też liberalizacja systemu regulacji twardych na rzecz powolnego powiększania regulacji miękkich, ale – w świetle uzasadnień pojawiających się w literaturze przedmiotu – należy ten proces uznać za właściwy. Problematyka nadzoru korporacyjnego jest zbyt złożona w aspekcie historycznym, kulturowym, prawnym i organizacyjnym, aby można ją było skutecznie zreformować i wymodelować w krótkim okresie. Łatwiej jest dokonać destrukcji lub deregulacji takiego systemu. Specyfika indyjskiego modelu corporate governance pokazuje, że nie ma jednego wzorca corporate governance na świecie, odpowiedniego dla wszystkich krajów, nawet dla tych należących do tego samego modelu. Każdy kraj musi znaleźć sposób optymalnego rozwiązywania własnych problemów i Indie mogą stanowić dobry przykład w tym względzie.

Rozdział 8

Nadzór korporacyjny w Chinach

8.1. Geneza i rozwój corporate governance w Chinach

Chiny należą do najstarszych cywilizacji i państw świata. Wiele najistotniejszych wynalazków, odkryć i idei o kapitalnym znaczeniu dla rozwoju ludzkości wywodzi się właśnie z tego kraju. Jego osiągnięcia w dziedzinie kultury materialnej, a także na gruncie społeczno-religijnym, do dziś odgrywają istotną rolę w kształtowaniu świadomości i bytu ludzi, i to nie tylko zamieszkujących Azję. W ich rozprzestrzenianiu nie przeszkodził nawet mur, którym od zamierzchłych czasów ten ogromny kraj próbował się odgradzać od „barbarzyńców”, pokazując swoją potęgę i potencjał twórczy.

Historia Chin jest fascynująca. Państwo to przechodziło różne etapy w swoich dziejach. Oprócz sukcesów i wielkich osiągnięć doznawało też klęsk, niepowodzeń i trudności, które implikowane były błędami politycznymi i gospodarczymi, ekspansją sąsiadów i ambicjami bądź niezadowoleniem własnych mieszkańców, czy też polityką państw kolonialnych. Od połowy XVII aż do początku XX wieku (panowanie dynastii Qing 1644–1912) o wpływy w Państwie Środka walczyły największe potęgi ówczesnej Europy – Holandia, Rosja, Portugalia, Wielka Brytania i Francja. Obawy przed dominacją gospodarczą tych państw zmusiły Chiny w 1757 roku do zastosowania polityki realizowanej już wówczas od ponad wieku przez Japonię, a mianowicie zamknięcia dla cudzoziemców wszystkich portów (prócz Kantonu).

Pod koniec XIX wieku (klęska w wojnie z Japonią 1894–1895) nastąpił podział Chin na strefy wpływów obcych mocarstw, zmieniając je w kraj półkolonialny. Z czasem Chiny zdegradowane zostały do pozycji półfeudalnego, zacofanego kraju rolniczego, uzależnionego od kapitału zagranicznego i walczącego o zachowanie suwerenności.

Próby sanacji gospodarki zaczęto podejmować już pod koniec XIX wieku. W 1904 roku imperialny rząd Chin wprowadził nowe prawo, stanowiące opóźnioną odpowiedź rządu na powiększającą się konkurencję ze strony przedsiębiorstw zagranicznych. Tworzyło ono ramy dla nowoczesnych, mających ograniczoną odpowiedzialność korporacji. Był to wizjonerski dokument, który przybliżył chińskie struktury biznesowe do globalnych praktyk korporacyjnych, wprowadzając ograniczoną odpowiedzialność, wymogi transparentności oraz księgowość, które miały na celu ochronę interesów akcjonariuszy [Solomon 2007, s. 200–202]. Jednakże bazujące na wzorcach zachodnich nowe struktury korporacyjne wprowadzane przez to prawo nie pasowały do tradycji chińskiej w zakresie zarządzania i finansów kształtowanych przez

sieć relacji (rodzinnych) i patronat ze strony państwa. Najważniejsze chińskie przedsiębiorstwa były strukturami prywatno-publicznymi, finansowanymi po części przez kapitał własny, skutecznie zarządzanymi przez władze państwowe [Köll, Goetzmann 2004]. Typowe dla pierwszych dużych krajowych przedsiębiorstw połączenie własności prywatnej i publicznej (pewna odmiana partnerstwa publiczno-prywatnego) stanowi do dnia dzisiejszego cechę wyróżniającą chińskie korporacje. Należy nadmienić, że pokrewieństwo i kolegialność w Chinach odgrywają taką samą rolę jak prawo i indywidualność na Zachodzie, stąd rozwój gospodarki tego kraju wynika ze zwiększenia potencjału gospodarczego i równoległej ekspansji sieci biznesowych [Solomon 2007, s. 201].

W okresie od połowy XIV wieku aż do początków wieku XX (panowanie Dynastii Ming: 1368–1644 i Qing: 1644–1911), czyli do czasów powstania Republiki Chińskiej w 1911 roku, mała rodzinna własność prywatna (małe gospodarstwa domowe, głównie w rolnictwie) dominowała w gospodarce tego kraju. Pod koniec XIX wieku istniało zaledwie kilka kontrolowanych przez państwo monopoli produkujących sól, jedwab i porcelanę. Rząd imperialny chciał zachować rolniczy charakter kraju, a także kontrolę nad produkcją i dystrybucją dóbr przemysłowych, zakazując prywatnym przedsiębiorstwom angażowania się w produkcję wielkoprzemysłową. Już wtedy coraz więcej firm rodzinnych stawało się dużymi przedsiębiorstwami, odnoszącymi sukcesy finansowe, działając na rynkach lokalnych, regionalnych i krajowym [Taisu 2011]. Jednakże Chiny dokonały industrializacji na dużą skalę dopiero w okresie komunizmu.

Brzemiennym w skutki wydarzeniem w historii tego państwa było proklamowanie w dniu 1 października 1949 w Pekinie powstania Chińskiej Republiki Ludowej. W ramach wprowadzania gospodarki socjalistycznej w latach 1950–1952 dokonano nacjonalizacji ziemi oraz należących do obcokrajowców przedsiębiorstw w obszarze bankowości, przemysłu, transportu i handlu. Wprowadzane zmiany społeczno-gospodarcze (socjalistyczna przebudowa), a przede wszystkim reforma rolna i nacjonalizacja głównych działów gospodarki (zakończona w 1956 roku), zapewniały sektorowi państwowemu dominującą pozycję w gospodarce. Pod koniec lat pięćdziesiątych w Chinach pozostał już tylko sektor państwowy i kolektywny. Realizacja wizji przekuwanych na zamierzenia oraz rywalizacja polityczna zainicjowały w 1958 roku politykę przyspieszonych przemian, której konsekwencje doprowadziły do wybuchu „rewolucji kulturalnej” (1966–1976). Jej skutki były wielowymiarowe i tragiczne. Nastąpił znaczny spadek efektywności gospodarki (produkcji przemysłowej o 15–20%), a co gorsza – poniesione zostały ogromne straty wykraczające poza sferę materialną.

Dopiero pod koniec 1978 roku, po objęciu władzy przez Deng Xiaopinga i wynikających z tego zmianach politycznych, zaczęto wprowadzać i konsekwentnie rozwijać gospodarkę rynkową traktowaną jako uzupełnienie gospodarki planowej. Zapoczątkowano nową strategię rozwoju gospodarczego,

przyznając priorytet rolnictwu, zapowiedziano politykę „otwarcia na świat” oraz reformy inicjujące socjalistyczną gospodarkę rynkową. W latach 1979–1984 przywracano indywidualne gospodarstwa (dzierżawa ziemi od państwa na 5–10 lat), oparte na rodzinnej odpowiedzialności za produkcję, czyli rozpoczęto dekolektywizację. Zmiany w rolnictwie umożliwiły rozwój gospodarki towarowej. Reformy objęły również przedsiębiorstwa, które uzyskały pewną samodzielność gospodarczą. Powoli następowało odradzanie się sektora prywatnego, kończył się okres izolacji, czego konsekwencją było pojawienie się pierwszych specjalnych stref ekonomicznych, absorbujących kapitały zagraniczne. Chiny otworzyły się na zewnątrz [Borodina, Shvyrkov 2010]. Zmiany te umożliwiły przekształcanie się chińskiej, centralnie planowanej gospodarki, w specyficzną, otwartą gospodarkę rynkową [Allen, Qian, Qian 2003].

Kontynuowanie reform gospodarczych i rozwój kontaktów z zagranicą spowodowały od lat dziewięćdziesiątych bezprecedensowy wzrost gospodarczy, który uczynił z Chin już w 2006 roku trzecią gospodarkę świata. Ostatnie dekadę przywracają Chinom znaczenie i pozycję mocarstwa w skali globalnej.

Ten unikalny w skali świata wzorzec stopniowej denacjonalizacji przekłada się nie tylko na specyficzne kształtowanie stosunków gospodarczych, ale również na kształt nadzoru korporacyjnego. Proces tworzenia i rozwoju chińskiego rynku kapitałowego oraz ewolucji chińskich przedsiębiorstw mających afiliacje państwowe w nowoczesne firmy wymagał stworzenia nowych ram konceptualnych nadzoru korporacyjnego [Studziński 2012].

8.1.1. Charakterystyka etapów rozwoju corporate governance w Chinach

Właściwa historia corporate governance w Chinach zaczyna się z chwilą rozpoczęcia przekształcania gospodarki planowej w gospodarkę rynkową. Do 1978 roku większość przedsiębiorstw chińskich należała do państwa. Cechą specyficzną mechanizmów zarządzania przedsiębiorstwami państwowymi był podporządkowany administracyjnie, ujednolicony i kolektywny nadzór [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011]. Przedsiębiorstwa były administrowane i rangowane według podporządkowania szczeblom władzy państwowej, rozmiaru i afiliacji. Plany produkcyjne przedsiębiorstw nie były determinowane przez rynek, ale przez rząd i uzależnione od planu państwowego oraz sposobu podziału zadań cząstkowych. Osiągnięcia i wyniki działania przedsiębiorstw mierzone były jedynie stopniem realizacji planów. Bódcze polityczne stanowiły główną inspirację działania menedżerów i pracowników przedsiębiorstw. Menedżerowie nie mieli swobody (niezależności) działania, nie partycypowali też w korzyściach powstałych z wykonania działań operacyjnych, co powodowało brak zainteresowania usprawnianiem zarządzania podmiotami gospodarczymi i wzrostem ich efektywności. Stopień autonomii i ranga administracyjna kierownictwa przedsiębiorstwa uzależnione

były od wielkości i zasobów podmiotów, którymi zarządzali. To powodowało, że menedżerowie dążyli do powiększania przedsiębiorstw, nie zwracając uwagi na wyniki ekonomiczne przez nie osiągnane.

Istotą reform gospodarczych, które zapoczątkowała Trzecia Plenarna Sesja 11 Narodowego Kongresu Komunistycznej Partii Chin (CPC) w 1978 roku, stała się rewitalizacja przedsiębiorstw państwowych (SOEs) [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011], mająca na celu uczynienie ich bardziej efektywnymi poprzez restrukturyzację systemu zarządzania. Orientacja na reformowanie przedsiębiorstw państwowych implikowała zainteresowanie nadzorem korporacyjnym, gdyż podmioty te zaczęły dążyć do stworzenia nowoczesnego systemu zarządzania gospodarką i przedsiębiorstwem wzorowanym na krajach odnoszących największe sukcesy w tych obszarach. Budowa socjalistycznej gospodarki rynkowej determinowała konieczność stworzenia otoczenia, w którym infrastruktura finansowa wspomagałaby realizację znowelizowanych celów gospodarczych. Palącą potrzebą stało się utworzenie rynku kapitałowego, wspomagającego rozwój krajowych przedsiębiorstw.

W aspekcie historycznym od 1978 roku można wyróżnić cztery etapy rozwoju nadzoru korporacyjnego w Chinach. Jednakże niektórzy autorzy wyróżniają również etap obejmujący lata 1949–1978⁴⁶, w których dominowały przedsiębiorstwa należące do państwa, kontrolującego wtedy niemal całą gospodarkę. Nadzór korporacyjny w rozumieniu zachodnim nie występował wówczas w Chinach i z tego względu okresu kształtowania gospodarki socjalistycznej nie należy wyróżniać jako etapu w rozwoju corporate governance tego kraju.

Pierwszy etap rozwoju nadzoru korporacyjnego przypada na lata 1978–1984. Główną jego cechą była decentralizacja gospodarki. Jak wspomniano wcześniej, Chiny otworzyły się na świat w 1979 roku, rozpoczęły też fundamentalne zmiany systemowe, które zainicjowały przekształcanie gospodarki centralnie planowanej, zamkniętej i zdominowanej przez rolnictwo, w szybko rozwijającą się, zorientowaną rynkowo, otwartą gospodarkę [Allen, Qian, Qian 2003].

Rząd opublikował szereg regulacji i zasad reformowania mechanizmów zarządzania przedsiębiorstwami. Nowe reguły były ukierunkowane na reorientację relacji pomiędzy państwem a przedsiębiorstwami, których było ono właścicielem. Oznaczało to przyznanie większej swobody podejmowania decyzji ich menedżerom oraz wprowadzanie modelu zarządzania, w którym bezpośrednia kontrola administracyjna państwa uzupełniana była inicjatywami gospodarczymi. Dla SOEs stworzono zachęty do powiększania wyników działania wynikające z zarządzania amortyzacją i kapitałem pracującym. Opracowano programy pilotażowe zwiększające niezależność biznesową

⁴⁶ Inni autorzy podają, że okres ten trwał od 1949 aż do 1983 roku. Por. [Kang, Shi, Brown 2008].

przedsiębiorstw państwowych. Wnioski implikowane ich zastosowaniem zostały uogólnione i uwzględnione w SOE Management Responsibility System w 1981 roku, który stał się podstawą rządowego programu reformowania zarządzania przedsiębiorstwami państwowymi.

W etapie drugim, obejmującym lata 1984–1993, zainicjowany został proces oddzielania państwa (rządu) od przedsiębiorstw. Po raz pierwszy idea rozdziału własności i zarządzania przedsiębiorstwami państwowymi pojawiła się w 1984 roku. Dwa lata później Komitet Centralny CPC i chiński rząd opublikowały szereg dokumentów, w tym Terms of Reference for Managers of State-owned Industrial Enterprises, jasno określających, że menedżerowie w spółkach są reprezentantami osób prawnych. Nowy system zarządzania przedsiębiorstwami obarczył całościową odpowiedzialnością menedżerów, powierzając im rolę nadzorczą i gwaranta realizacji celów komitetu CPC spółki oraz demokratycznego zarządzania z udziałem pracowników [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011].

Do najważniejszych osiągnięć tego etapu należy utworzenie w 1990 roku giełdy w Szanghaju (SSE) oraz w 1991 roku Shenzhen Stock Exchange (SZSE), jak też powołanie w grudniu 1998 roku (funkcjonującej od 1 lipca 1999 roku) China Securities Regulatory Commission (CSRC), będącej głównym państwowym regulatorem nowo powstałego rynku kapitałowego. Siłą przewodnią rozwoju kraju stała się socjalistyczna gospodarka rynkowa, podkreślająca rolę rynków, a nie planowania centralnego. W konsekwencji dokonanych zmian pod koniec XX wieku Chiny stały się ekonomicznym fenomenem.

Cechą główną drugiego etapu reform były zmiany w zakresie dystrybucji zysków SOEs i tworzenia systemu odpowiedzialności menedżerskiej. Przed reformą zyski przedsiębiorstw państwowych przekazywano państwu. Po dokonaniu zmian systemowych wyniki finansowe dużych i średnich przedsiębiorstw zostały opodatkowane, czyli dzielone były pomiędzy państwo a przedsiębiorstwo wdrażające SOE Manager Accountability Mechanism.

Od 1987 roku transformacja mechanizmów zarządzania SOEs stała się priorytetem reform przedsiębiorstw państwowych. Po uznaniu, że własność i zarządzanie spółką mogą być rozdzielone, główną reformą działalności SOEs stało się wprowadzenie odpowiedzialności menedżerów wynikającej z podpisywanych kontraktów. W czasie transformacji gospodarki planowej do gospodarki rynkowej system ten odgrywał pozytywną rolę, gwarantując równomierny wzrost dochodów państwa, promując separację własności i kontroli, czyli oddzielenie przedsiębiorstw od wpływów rządu, zapewnienie pracownikom i SOE dużej autonomii oraz swobody inicjatyw, co w konsekwencji doprowadziło do trwałego wzrostu SOE. Jednakże praktyka pokazała, że system kontraktowej odpowiedzialności ma też słabości. Największą z nich było promowanie orientacji na krótkoterminowe wyniki działania. Podstawa kontraktów była często arbitralnie ustalana i nie była ani obiektywna, ani sprawiedliwa: strony kontraktu dzieliły się korzyściami, jeśli przedsiębiorstwa

uzyskiwały zyski, ale nie ponosiły odpowiedzialności w przypadku poniesienia strat. System ten nie zapewniał więc właściwych zachęt dla odseparowywania rządu od przedsiębiorstw.

Od końca lat dziewięćdziesiątych partia komunistyczna zdecydowała się na zachowanie pełnej kontroli tylko w sektorach najważniejszych dla gospodarki kraju i narodowego bezpieczeństwa oraz prywatyzowanie sektorów niebędących strategicznymi. Rządy lokalne, które administrowały około 90% firm państwowych, uzyskały większe uprawnienia w zakresie dysponowania tymi przedsiębiorstwami. Politykę tę reprezentuje hasło *Grasp the Large, Release the Small* [Borodina, Shvyrkov 2010]. Ta ewolucyjna, stopniowa strategia transformowania gospodarki nazwana została Polityką 2R (*Retain and Retreat*) [Corporate Governance. Accountability, Enterprise 2005], polegającą na zachowaniu kontroli państwa nad dużymi i średnimi przedsiębiorstwami działającymi w sektorach strategicznych (*retain*) oraz wyjściu z przedsiębiorstw nienależących do tej grupy (*retreat*).

W lipcu 1992 roku rząd opracował i opublikował Regulation on the Transformation of Operational Mechanisms of Industrial Enterprises Owned by the Whole People, delegując do SOE czternaście niezależnych uprawnień w zakresie działania, w ten sposób przyspieszając przekształcanie się SOEs oraz transformację gospodarki planowej do rynkowej [Bai i in. 2003]. Company Law, które opublikowano w grudniu 1993 roku, zapewniło prawne wsparcie nowoczesnemu systemowi przedsiębiorstw i stworzyło podwaliny dla ram konceptualnych chińskiego corporate governance [Clarke 2003].

Otwarcie giełd papierów wartościowych na początku lat dziewięćdziesiątych w celu pozyskiwania kapitałów i poprawy działalności operacyjnej przedsiębiorstw państwowych spowodowało, że w ciągu dwunastu lat chiński rynek kapitałowy stał się ósmym pod względem kapitalizacji (ponad 500 mld USD) rynkiem świata. Chińskie spółki, szczególnie SOEs, odniosły wielkie korzyści z gwałtownego wzrostu liczby emisji i ogólnospołecznego entuzjazmu związanego z rynkiem kapitałowym. Jego regulacje podlegają ewolucji w celu zapewnienia równowagi pomiędzy rozwojem a kontrolą. Ścierają się dwa podejścia, a mianowicie liberalne, prowadzące do szybkiego wzrostu i ukierunkowane na kontrolę, oraz oferujące powolniejszy wzrost. Mimo że akceptacja emisji, wycena i system lokowania zostały istotnie zliberalizowane, to nadal są one ściśle kontrolowane w porównaniu do innych krajów Azji. Słaby nadzór korporacyjny jest ciągle problemem w spółkach giełdowych.

Trzeci etap rozwoju corporate governance w Chinach obejmuje lata 1994–2005, w których tworzono nowoczesne struktury przedsiębiorstw. Zintensyfikowano wdrażanie nowoczesnego systemu przedsiębiorstw (Modern Enterprise System), co stało się istotą reformowania SOE w tej fazie. Na początku lat dziewięćdziesiątych zrozumiano, że należy transformować mechanizmy zarządzania SOE i tworzyć nowoczesny system przedsiębiorstw odpowiadający potrzebom gospodarki rynkowej, z jasno określoną własnością, uprawnieniami i odpowiedzialnością oraz charakteryzujący się odseparowa-

niem od rządu oraz wprowadzeniem zarządzania opartego na podstawach naukowych.

Chiny zdefiniowały swój system ekonomiczny jako taki, w którym własność państwowa jest cechą główną, ale rozwijane są również inne formy własności. Zgodnie z tą definicją podejmowano wysiłki w dwóch kierunkach. Po pierwsze, reforma SOE i korekty strukturalne gospodarki państwowej były przyspieszane i kierunkowane na budowę systemu, w którym przedsiębiorstwa stawały się osobami prawnymi, odpowiedzialnymi za własną działalność operacyjną, rentowność, rozwój, samodyscyplinę oraz ryzyko. W ten sposób miały stać się one rzeczywistymi graczami rynkowymi. Niektóre SOEs zostały zrestrukturyzowane, stając się spółkami z ograniczoną odpowiedzialnością lub, specyficznymi dla Chin, spółkami akcyjnymi z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited joint-stock companies*). Mają one statut, zgromadzenie akcjonariuszy, rady dyrektorów, rady nadzorujące oraz mianowanych dyrektorów najwyższego szczebla. Stworzono również podstawowe ramy struktur corporate governance. Po drugie, ponieważ pozycję sektora prywatnego zrównano z sektorem państwowym, zniesione zostały polityka i przeszkody instytucjonalne limitujące jego rozwój [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011].

Od momentu powstania chińskiego rynku kapitałowego liczba spółek na nim notowanych nieustannie się powiększa i następuje dywersyfikacja ich własności. Większość z nich to zrestrukturyzowane przedsiębiorstwa państwowe, które przekształcone zostały w spółki akcyjne.

Od początku XXI wieku następuje przyspieszenie procesów IPO w dużych, strategicznych przedsiębiorstwach, co powoduje dywersyfikację ich własności pomiędzy prywatnych inwestorów krajowych i zagranicznych. Mogą one sprzedać część swoich akcji na giełdzie prywatnym inwestorom indywidualnym, instytucjom, a nawet akcjonariuszom zagranicznym, jednakże rząd zachowuje pakiet kontrolny w spółce [Investing in BRIC Countries 2010]. Z tego powodu wiele starych stylów i mechanizmów zarządzania SOE zostało zachowanych. Ponieważ liczba spółek notowanych na giełdzie nienależących do państwa istotnie się zwiększa (oficjalne dokumenty podają, że liczba przedsiębiorstw państwowych zmniejszyła się z 262 000 w 1997 roku do 159 000 w 2002 roku), a zatem problemy związane z ich nadzorowaniem stają się coraz ważniejsze. Obowiązujące regulacje nie są w pełni adekwatne dla inwestorów prywatnych, gdyż tworzone były na potrzeby zachowania kontroli państwa nad przedsiębiorstwami. Powinny one funkcjonować zgodnie z warunkowaniami rynkowymi a nie regułami administracji rządowej. Doskonalenie corporate governance spółek giełdowych stało się więc ważnym punktem agendy rozwoju chińskiego rynku kapitałowego.

W 2001 roku Chiny przystąpiły do World Trade Organisation, co przyspieszyło transformację oraz deregulację i prywatyzację gospodarki. Wymagało to szybkiego dostosowania prawa handlowego i obrotu papierami wartościowymi do globalnych dobrych praktyk, jak też tworzenia przyjaznego środowiska dla chińskich i zagranicznych inwestorów. Rozpoczęto doskonalenie

nadzoru korporacyjnego w spółkach notowanych na giełdzie. Jednakże wysiłki te często są niedoceniane, a nawet nieakceptowane z powodu interesów politycznych, narodowych i lokalnych oraz systemu społecznego faworyzującego relacje personalne [Allen, Qian, Qian 2003].

Na początku 2002 roku China Securities Regulatory Commission (CSRC) i State Economic and Trade Commission wspólnie opublikowały Code of Corporate Governance of Listed Companies, który opiera się na OECD Corporate Governance Principles, szczególnie uwzględniający warunki oraz problemy chińskich spółek giełdowych. Zostanie on omówiony w dalszej części niniejszego rozdziału.

Ograniczenia dla dobrego governance spółek notowanych na giełdzie stopniowo zaczęto pomniejszać od 2004 roku. Regulacje rządowe (CSRC) powodowały, że poziom corporate governance spółek giełdowych systematycznie zaczął się poprawiać. W styczniu 2004 roku State Council opublikowała dokument Opinions on Promoting the Reform, Opening and Steady Growth of Capital Markets, objaśniający strategiczną ważność rynku kapitałowego dla rozwoju gospodarki narodowej i nakreślający sposoby rozwiązywania niektórych problemów długookresowych.

W 2005 roku znowelizowane zostało Company Law z 1993 roku, które określa uprawnienia i obowiązki chińskich spółek i ma dalekosiężny wpływ na gospodarkę chińską oraz corporate governance. Znowelizowane prawo wzmocniło ochronę inwestorów, szczególnie inwestorów mniejszościowych, ustanowiło fundusz ochrony inwestorów oraz wprowadzało system cywilnej odpowiedzialności kompensujący straty inwestorom. Nowelizacja ta wymusiła również korektę innych praw, regulacji i dokumentów w celu zapewnienia lepszego odzwierciedlenia reguł rynkowych. Mimo tych zmian akcjonariusze państwowi nadal są faworyzowani w stosunku do inwestorów indywidualnych. W kwietniu 2005 CSRC – pod nadzorem rządu – wprowadził reformę mającą na celu rozwiązanie problemu sprzedaży akcji należących do akcjonariuszy przed prywatyzacją spółek. Wszystkie kategorie akcji są już wyceniane przez mechanizmy rynku kapitałowego, tworząc podstawę wspólnoty interesów ich właścicieli. Rok 2005 rząd centralny nazwał rokiem corporate governance, uznając jego doskonalenie za najwyższy priorytet [Borodina, Shvyrkov 2010].

Czwarty etap rozwoju chińskiego nadzoru korporacyjnego rozpoczął się od 2006 roku. Charakteryzuje się on ciągłym doskonaleniem corporate governance, jak też legislacji nastawionej na zbilansowanie asymetrii siły akcjonariuszy państwowych i indywidualnych w spółkach.

Znowelizowane Company Law oraz Securities Law, obowiązujące od 2006 roku, stwarzają podstawę dla opracowania i wprowadzenia ram conceptualnych chińskiego corporate governance i ukierunkowane są na poprawę jakości spółek giełdowych [Jungu 2007]. Udoskonalilo ono struktury i mechanizmy nadzoru chroniące interesy i uprawnienia akcjonariuszy oraz interesy publiczne. Podkreśla ono obowiązki prawne i odpowiedzialność sprawu-

jących rzeczywistą kontrolę nad spółkami – dyrektorów, menedżerów najwyższego szczebla i nadzorujących. Poprawiło też system finansowy i system rachunkowości finansowej spółek oraz systemów nadzorujących fuzje, podział i likwidację korporacji, zabezpieczyło prawnie interesy i uprawnienia wierzycieli oraz ułatwiło reorganizację spółek.

Znowelizowane Securities Law udoskonaliło system nadzoru nad emisją, obrotem, rejestracją i rozliczaniem akcji i stworzyło wielopłaszczyznową architekturę rynku kapitałowego, co zwiększyło nadzór nad spółkami giełdowymi i uczyniło analizę emisji bardziej przejrzystą. Przyczyniło się również do zwiększenia odpowiedzialności prawnej i integralności obowiązków akcjonariuszy posiadających pakiety kontrolne lub mających rzeczywistą kontrolę, czyli dyrektorów, nadzorujących i menedżerów najwyższego szczebla spółek notowanych na giełdzie. Znowelizowane prawo wzmocniło ochronę inwestorów, szczególnie mniejszościowych, umożliwiło stworzenie funduszu ochrony inwestujących w akcje i wprowadziło system cywilnej odpowiedzialności za kompensatę strat inwestorów. Nowelizacja prawa wymusiła odpowiednie korekty innych regulacji prawnych, przepisów i dokumentów, zapewniając ich lepsze dostosowanie do warunków rynkowych [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011].

Chiny, rozumiejąc znaczenie rynku kapitałowego, podjęły starania budowy solidnej infrastruktury informacyjnej. Ministerstwo Finansów w dniu 15 lutego 2006 roku opublikowało nowe standardy rachunkowości Accounting Standards for Business Enterprises (ASBE), które International Accounting Standards Board uznała za zgodne z International Financial Reporting Standards (IFRS). Obejmowały one jeden podstawowy standard i 38 szczegółowych oraz wskazówki praktyczne, które przedsiębiorstwa zaczęły stosować od 1 stycznia 2007 roku. SOEs szczebla centralnego oraz spółki duże i średnie zobligowane zostały do ich zastosowania do końca 2009 roku. Natomiast małe i średnie przedsiębiorstwa, stanowiące 99% spółek chińskich, nie muszą dostosowywać się do IFRS.

Opublikowane w roku 2007 przez CSRC Regulations on Information Disclosure of Listed Companies ustaliły surowe reguły dotyczące sprawozdawczości spółek publicznych. Odnoszą się do czterech rodzajów uczestników rynku kapitałowego – spółek notowanych i ich rad (dyrektorów i nadzorującej) oraz menedżerów, akcjonariuszy mających pakiety kontrolne, potencjalnych inwestorów, firmy doradztwa inwestycyjnego oraz innych pośredników zajmujących się ujawnianiem informacji, takich jak media. Wprowadzono zasadę uczciwego ujawniania, która zakazuje spółkom giełdowym selektywnej sprawozdawczości. Reguły te tworzą jasne wymogi dotyczące zawartości sprawozdania dotyczącego specyficznych/określonych działań/operacji spółki [Borodina, Shvyrkov 2010, s. 99–100].

Należy nadmienić, że państwowa komisja (Assets Supervision and Administration Commission of the State Council) kontynuuje reformy korporatyzacji dużych SOEs należących do rządu centralnego i pilotuje tworzenie rad

dyrektorów, zgodnie z Company Law i w świetle OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises.

Problem defraudacji dokonywanych przez akcjonariuszy większościowych i innych powiązanych stron negatywnie wpływał na rozwój spółek notowanych na giełdzie. W celu rozwiązania tego problemu CSRC wzmocniła kontrolę akcjonariuszy i innych powiązanych stron w tych podmiotach. Prowadziła też programy pilotażowe dotyczące zamiany długów na akcje (*shares for debt*), kooperując w tym zakresie z rządami lokalnymi i odpowiednimi agendami. W tym samym czasie skupiała się na tworzeniu mechanizmów zapobiegających tworzeniu nowych długoterminowych zaległości płatniczych w trakcie spłacania starych. Znowelizowano prawo karne, zaostrzając od 2006 roku kary dla akcjonariuszy większościowych i kontrolujących, dokonujących malwersacji finansowych w spółkach akcyjnych [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011].

W marcu 2007 roku CSRC rozpoczęła trzyletnią kampanię mającą na celu poprawę corporate governance w spółkach giełdowych. Podmioty te analizowały i rozwiązywały problemy w zakresie nadzoru korporacyjnego, szczególnie dotyczące defraudacji funduszy przez akcjonariuszy większościowych, braku separacji funduszy (i pracowników) między spółkami, a także ich akcjonariuszem kontrolującym, słabości działania rad dyrektorów, zgromadzeń akcjonariuszy i rad nadzorujących i nieadekwatnej kontroli wewnętrznej.

W konsekwencji podejmowanych działań spółki giełdowe zyskały większą niezależność, a zróżnicowanie dyrektorów oraz kontrola wewnętrzna zaczęły odgrywać ważną rolę w doskonaleniu nadzoru korporacyjnego. Działanie rady dyrektorów, rady nadzorującej i walnego zgromadzenia stały się bardziej standardowe i efektywne. Wprowadzono możliwość elektronicznego głosowania oraz szerzej zaczęto wykorzystywać głosowanie grupami w trakcie walnego zgromadzenia. Wzmocniono funkcje, procedury i odpowiedzialność wyspecjalizowanych komitetów tworzonych w radzie dyrektorów. Usprawniono system kontroli wewnętrznej, a systemy ujawniania informacji stały się bardziej dojrzałe i szczegółowe. Poprawiło się znacznie zarządzanie relacjami inwestorskimi, zatrudniono profesjonalistów nimi się zajmujących, ustanowiono gorące linie i strony internetowe dla inwestorów, podjęto regularne kontakty z inwestorami. Spółki stały się bardziej aktywne w zakresie wdrażania społecznej odpowiedzialności (CSR).

Rząd chiński sprawuje ścisłą kontrolę nad spółkami giełdowymi. Wybiera spółki kwalifikujące się do prywatyzacji. Jest on zwykle właścicielem lub właścicielem większościowym tych podmiotów i jego reprezentanci zasiadają w radach nadzorujących. Akcjonariusze indywidualni inwestujący w spółki chińskie są właścicielami mniejszościowymi spółek, które należą do państwa, i są narażeni na niepewność reakcji prawnych w przypadku zaistnienia kontrowersji [Larcker, Tayan 2011, s. 53]. Rząd stara się zwiększyć efektywność przedsiębiorstw, ale musi zwracać też dużą uwagę na zbilansowanie ich rozwoju z interesami innych interesariuszy. Elementem koniecznym kontroli

państwa nad przedsiębiorstwami jest zapewnienie odpowiedniego poziomu zatrudnienia w aglomeracjach miejskich, zatrudnienia motywowanego względami politycznymi oraz zachowanie bezpośredniej kontroli nad określonymi sektorami. Koniecznością jest zapewnienie, aby krytyczne dla państwa sektory, takie jak telekomunikacja, energetyka, nieruchomości, banki czy media, nie stały się własnością inwestorów zagranicznych [Larcker, Tayan 2011, s. 51]. Relacje osobiste są nadal w Chinach najważniejsze i zazwyczaj mają pierwszeństwo nad decyzjami bazującymi na prawie lub regulacjach.

Debiuty giełdowe zostały istotnie zliberalizowane, ale wciąż są bardziej kontrolowane w porównaniu do rynków innych krajów azjatyckich [Bai i in. 2004].

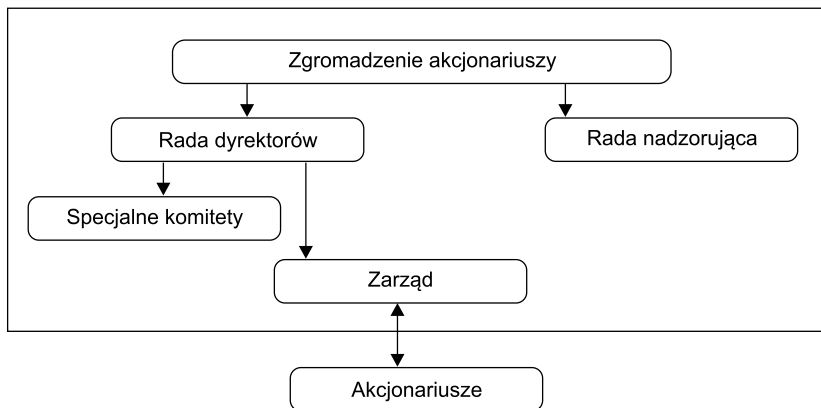
Spółki chińskie emitują trzy rodzaje akcji, czyli należące do państwa, należące do założycieli i pracowników oraz akcje w obrocie. Akcje w obrocie dzielą się na trzy kategorie, a mianowicie A, B i H. Pierwsze stanowią przedmiot obrotu na giełdach w Szanghaju i Shenzhen, a ich właścicielami mogą być inwestorzy krajowi i są one notowane w walucie krajowej. Akcje B również są notowane na tych dwóch giełdach, ale są notowane w walutach obcych. Akcje H są notowane na giełdzie w Hongkongu i mogą być kupowane przez inwestorów zagranicznych, są notowane w dolarach hongkońskich. Papiery wartościowe podlegają różnym restrykcjom obrotu, a ograniczenia dotyczące emisji i własności powodują, że wpływ inwestorów indywidualnych jest wciąż niewielki.

Struktura własności akcji notowanych na giełdach chińskich jest następująca: akcje niepodlegające obrotowi stanowią 63%, z których 22% należy do państwa, a 41% do osób prawnych; akcje w obrocie to 37% wszystkich akcji i należą one inwestorów krajowych (akcje A, 21%) oraz zagranicznych – 15,5% (akcje B – 1,5% oraz akcje H – 14%) [Larcker, Tayan 2011, s. 52].

Chiny można zakwalifikować do modelu wewnętrznego o małym stopniu separacji własności i kontroli. W strukturze organizacyjnej spółek chińskich występują cztery organy mające na celu alokację i bilansowanie sił w spółce i podział pracy (rys. 7).

Chińskie spółki publiczne są zobligowane utworzyć dwuszczeblową radę [Company Law of the PRC, art. 52 do 57] – radę dyrektorów i radę nadzorującą – stanowiące jeden szczebel kontroli [Solomon 2007, s. 201]. Rada dyrektorów składa się z pięciu do dziewiętnastu członków, których znaczna część to dyrektorzy zarządzający spółką. Mogą, ale nie muszą, zasiadać w niej reprezentanci pracowników. Dwie trzecie członków rady reprezentuje większość akcjonariusza a jedna trzecia jest niezależna. Jeden z dyrektorów niezależnych musi być ekspertem rachunkowości. Niezależni dyrektorzy powinni zapewniać obiektywne spojrzenie na takie problemy, jak: ważne inwestycje, mianowanie i odwoływanie dyrektorów, wynagradzanie dyrektorów i menedżerów, jak też zatwierdzać większe transakcje i transakcje ze stronami powiązаныmi (kodeks). Dyrektorzy niezależni mogą być członkami rady w nie więcej niż w pięciu spółkach giełdowych i nie dłużej w danej radzie niż sześć

lat. W Chinach więcej niż 70% dyrektorów niezależnych rekrutuje się z pracowników naukowych i ma ograniczoną wiedzę praktyczną w zakresie biznesu. Ponad 50% dyrektorów niezależnych ma mocne powiązania lokalne.



Rysunek 7. Model chińskiego nadzoru korporacyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie omawianych kodeksów dobrych praktyk.

Rada dyrektorów ściśle współpracuje z zarządzającymi (członkami rady są też menedżerowie najwyższego szczebla) prowadzącymi działalność operacyjną. Rada dyrektorów jest odpowiedzialna bezpośrednio przed akcjonariuszami. Nie ma jasnych wymogów dotyczących odpowiedzialności i rozliczania jej członków, a niezależność rady pozostaje nadal kluczowym wyzwaniem.

Rada nadzorująca jest niezależnym organem nadzorczym, zapewniającym obiektywny osąd, nadzorującym dyrektorów wykonawczych i radę dyrektorów w aspekcie poszanowania prawa i statutu spółki w trakcie wypełniania obowiązków, jest również uprawniona do sprawdzania finansów przedsiębiorstwa.

Żaden członek rady dyrektorów ani zarządzający nie może zasiadać w radzie nadzorującej, która składa się zwykle z trzech do pięciu członków, z których co najmniej jedną trzecią stanowią reprezentanci pracowników. Pozostali reprezentują akcjonariuszy, zwykle większościowych. Trudno im w pełni zachować niezależność, jeśli biorą pod uwagę swoją dalszą karierę zawodową [Borodina, Shvyrykov 2010, s. 83–98]. Kadencja dyrektora tej rady trwa trzy lata i może on podlegać reelekcji. Większość członków rady nadzorującej ma kanały dostępu do najwyższego szczebla zarządzania. Zwykle jej przewodniczącym jest sekretarz zakładowego komitetu partii. W ten sposób partia nadzoruje działalność przedsiębiorstw.

Rada dyrektorów może zgodnie z uchwałą walnego zgromadzenia utworzyć specjalne komitety, takie jak komitet strategii, audytu, nominacji, wynagrodzeń i oceny. Komitet audytu i komitet wynagrodzeń zobligowane są utworzyć spółki notowane na rynkach zagranicznych [Larcker, Tayan 2011, s. 52].

Walne zgromadzenie, które z zasady powinno być silnym organem spółki, podejmującym najważniejsze decyzje dotyczące spółki, w Chinach okazuje się słabe. Z reguły potwierdza ono decyzje podjęte przez menedżerów, którzy w rzeczywistości sprawują kontrolę nad jego przebiegiem. Osoby z firmy zyskują stanowiska w organach spółki i stają się wykonawcami poleceń stron sprawujących kontrolę. Akcjonariusze mniejszościowi mają ograniczone uprawnienia, które i tak zwykle są ignorowane przez akcjonariuszy większościowych.

8.1.1.2. Ramy corporate governance w Chinach

Ramy prawne chińskiego nadzoru korporacyjnego składają się z czterech poziomów, a mianowicie prawa podstawowego, regulacji administracyjnych, przepisów regulujących i reguł samodyscyplinujących [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011].

Na pierwszy szczebel składają się akty prawne wydane przez National People's Congress lub jego Standing Committee: Company Law, prawo dotyczące obrotu papierami wartościowymi, odpowiednie części prawa karnego, State-Owned Assets of Enterprises i Accounting Law. Drugi poziom to administracyjne regulacje rządowe⁴⁷, do których można zaliczyć „Opinie dotyczące promowania reformy” (Opinions on Promoting the Reform), regulacje odnoszące się do „Otwarcia i stabilnego wzrostu rynków kapitałowych” (Opening and Steady Growth of Capital Markets), dokument dotyczący „aprobowania przez rząd opinii CSRC odnośnie do poprawy jakości spółek giełdowych” (Circular of the State Council on its Approval of the CSRC's Opinion on Improving the Quality of Listed Companies).

Poziom trzeci tworzą przepisy wydane przez ministerstwa, komisje People's Bank of China, Auditing Administration i inne agendy rządowe mające uprawnienia administracyjne. Regulacje te są bardzo szczegółowe i dotyczą nadzoru korporacyjnego spółek notowanych na giełdzie, ujawniania przez nie informacji, wytycznych odnośnie do statutów spółek, walnych zgromadzeń, ustanowienia systemu dyrektorów niezależnych, zapisów odnoszących się do ochrony interesów inwestorów mniejszościowych, regulacji przejęć i opcji na akcje oraz rejestracji akcji⁴⁸. Czwarty poziom obejmuje regulacje samodyscyplinujące dotyczące Rules on Listing Stocks and Trading Rules publikowane

⁴⁷ Należy wymienić: Opinions on Promoting the Reform, Opening and Steady Growth of Capital Markets, Circular of the State Council on its Approval of the CSRC's Opinion on Improving the Quality of Listed Companies.

⁴⁸ Obejmują one: Code of Corporate Governance of Listed Companies, Regulations on Information Disclosure of Listed Companies, Guidelines on Articles of Association of Listed Companies, Rules on Shareholders' Meetings of Listed Companies, Guiding Opinions on the Establishment of the System of Independent Directors in Listed Companies, Provisions on Strengthening the Protection of the Rights and Interests of Public Shareholders, Regulations on the Takeover of Listed Companies, Regulations on Major Asset Reorganization of Listed Companies, Regulations on Option Incentives of Listed Companies (Trial), Regulations on the Registration and Settlement of Securities.

przez giełdy po uwzględnieniu szeroko zakrojonych, wielopłaszczyznowych dyskusji społecznych.

Sprawy nieprzestrzegania wymogów corporate governance będą ponosić odpowiedzialność w aspekcie odpowiednich regulacji administracyjnych, cywilnych i karnych.

Można też spojrzeć na nadzór korporacyjny z punktu widzenia wnętrza i otoczenia spółek (regulacje wewnętrzne i zewnętrzne). Wewnętrzny krąg nadzoru korporacyjnego tworzą zgromadzenie akcjonariuszy, rady (dyrektorów i nadzorująca), menedżerowie bezpośrednio odpowiedzialni za zarządzanie działalnością spółek i nadzór nad nimi. Krąg zewnętrzny to takie podmioty, jak: CSRC, giełdy (SSE i SZSE), system prawa, audytu oraz inwestorzy instytucjonalni, wpływający na corporate governance poprzez regulacje, kodeksy zachowań, certyfikacje raportów finansowych oraz wdrażanie i egzekwowanie prawa. Ponadto na nadzór korporacyjny mają wpływ pozostali interesariusze (np. konsumenci, dostawcy, pracownicy, media i organizacje pozarządowe [Kang, Shi, Brown 2008]).

8.1.1.3. Najważniejsze problemy corporate governance w Chinach

Pomimo reform corporate governance, które przeprowadzono w Chinach w ostatnich latach, nadal w praktyce występują poważne problemy. Większość z nich wiąże się z koncentracją własności w rękach państwowych. Około dwóch trzecich spółek notowanych na SSE to spółki państwowe. Bezpośrednią konsekwencją koncentracji własności jest nieefektywna alokacja kapitałów, brak niezależności dyrektorów zasiadających w radzie i wykorzystywanie informacji wewnętrznych, co wynika z niejednoznacznego zdefiniowania koncepcji obowiązków powierniczych, słabego egzekwowania prawa obrotu papierami wartościowymi, braku mechanizmów motywujących do raportowania, szczególnie *whistle-blowing* w odniesieniu do wykorzystywania informacji wewnętrznych [Clarke 2003]. W konsekwencji przedsiębiorstwa państwowe zamiast zwiększać swoją efektywność przez stosowanie reguł opracowanych dla przedsiębiorstw prywatnych, pomniejszają potencjał przedsiębiorstw sektora prywatnego.

Kolejnymi czynnikami są fałszowanie sprawozdań finansowych oraz trudności wynikające z niedojrzałości rynków kapitałowych wyrażające się w uprzywilejowanym traktowaniu SOEs przez chińskie banki, trudnościami związanymi z emisją obligacji korporacyjnych oraz brakiem akcji uprzywilejowanych jako opcji inwestycyjnej [Kang, Shi, Brown 2008].

Rząd kontroluje SOEs w strategicznych sektorach, takich jak bankowość, zasoby, telekomunikacja i media. Dane z lipca 2008 roku pokazują, że rząd centralny kontrolował 149 SOE, a rządy prowincji setki przedsiębiorstw lokalnych. Rządy prowincji mogą obecnie decydować w kwestii sprzedaży lub zatrzymania (majątek) należących do nich małych i średnich SOE, w zależności od potrzeb i sytuacji gospodarczej prowincji. Do 2005 roku własność niepaństwowa stanowiła 65% produktu krajowego brutto (PKB), a w 1978 – 44%.

Nieza efektywny system corporate governance powoduje, że około 1/3 SOEs uzyskuje straty, kolejna 1/3 balansuje na granicy zyskowności, a pozostała 1/3 jest nisko zyskowna [Bai i in. 2004].

Azjatyckie systemy nadzoru korporacyjnego zwykle charakteryzuje nadmiar regulacji i słabe ich wdrażanie, a Chiny nie stanowią wyjątku w tym względzie. Selektywność wdrażania prawa jest powszechna na terenie całego kraju, włączając w to rynki kapitałowe. Przed 2006 rokiem kary za oszustwa finansowe nie były surowe, gdyż nie były one kategoryzowane jako przestępstwa. W rezultacie osoby (strony), którym udowodniono przestępstwo korporacyjne, zwykle płaciły karę finansową i nie były skazywane na więzienie. Na skutek tego w początkowym okresie funkcjonowania chińskiego rynku kapitałowego przestępstwa finansowe dokonywane były na bardzo dużą skalę. Jednakże w 2006 roku Chiny dokonały nowelizacji prawa karnego, kładąc kres liberalnemu traktowaniu przestępstw korporacyjnych. Za przestępstwa księgowe (rachunkowe) uznano rozpowszechnianie fałszywych informacji finansowych przynoszących szkodę akcjonariuszom, wprowadzając za nie karę więzienia do trzech lat.

Kodeks corporate governance rekomenduje, aby spółki notowane wprowadziły system oceny wyników działania dla dyrektorów, nadzorujących i menedżerów oraz opracowały system motywacyjny powiązany z wynikami działania. Jednakże w praktyce mniej niż 10% spółek giełdowych raportowało powstanie takiego systemu i zaledwie 5% spółek giełdowych go wprowadziło. Po 2005 roku coraz więcej spółek decydowało się na wprowadzenie planów opcji na akcje dla menedżerów najwyższego szczebla, którzy zwykle stanowią dwie trzecie rady. Jednakże do początku 2008 roku około 50 spółek zaimplementowało plany opcji na akcje i opublikowało wyniki działania będące ich podstawą. Wynagrodzenie dyrektorów niezależnych jest zwykle ustalone na stałym określonym poziomie. Żadna spółka giełdowa w Chinach nie wiązała wynagrodzenia niezależnych dyrektorów z wynikami działania lub emisją opcji na akcje dla dyrektorów niezależnych.

Poprawie jakości spółek giełdowych, warunkujących wysoki poziom nadzoru korporacyjnego, służyć mają nowelizacje Prawa spółek dokonane w styczniu 2006 roku oraz standardów rachunkowości i audytu w styczniu 2007 roku. Do najważniejszych zmian można zaliczyć wzrost uprawnień (siły) rady nadzorującej, wprowadzenie obowiązku staranności i lojalności dla dyrektorów i menedżerów najwyższych szczebli zarządzania oraz zakaz korupcji i przysparzania nienależnych korzyści, zwiększenie ochrony inwestorów mniejszościowych poprzez wprowadzenie głosowania grupami [Jungu 2007].

W celu poprawy jakości ujawniania informacji i uzyskania zgodności z nowym Company Law i Security Law CSRC w 2007 roku wydał Regulations on Information Disclosure of Listed Companies. Regulacje te dotyczą nie tylko spółek publicznych i ich dyrektorów, nadzorujących, menedżerów, ale również akcjonariuszy posiadających pakiety kontrolne, potencjalnych inwestorów,

spółek doradztwa inwestycyjnego, mediów, które mogą odgrywać rolę w procesie ujawniania informacji przez spółki publiczne.

Regulacje te wyraźnie precyzują zakres informacji, które muszą być publikowane w raportach okresowych i doraźnych. Odpowiedzialnością za zapewnienie rzetelności i kompletności raportowania obarczone przewodniczące rady, dyrektora generalnego i sekretarza rady. Wprowadzono zasadę *fair disclosure*, według której spółka nie może ujawniać informacji poszczególnym inwestorom lub mediom, zanim nie zostaną one ujawnione publicznie. Spółka publiczna nie może też wykorzystywać prezentacji lub wywiadów w mediach jako substytutów dla formalnych komunikatów prasowych.

Mimo że prawie każda spółka publiczna w Chinach jest całkowitą lub częściową własnością rządu, na podstawie danych publikowanych w rocznym raporcie finansowym przed 2005 rokiem nie można było zidentyfikować akcjonariusza mającego pakiet kontrolny. Brak tych informacji prowadził do licznych skandali związanych z manipulacjami akcjami. Od 2005 roku CSRC wymaga, aby wszystkie spółki notowane na giełdzie ujawniały akcjonariusza mającego pakiet kontrolny w spółce, a także akcjonariuszy mających powyżej 10% akcji. Podstawowym okresem raportowania jest kwartał, ale spółki są zobowiązane do natychmiastowego ujawnienia każdego istotnego zdarzenia, które ma wpływ na cenę ich akcji. CSRC ustala reguły raportowania i dba o ich stosowanie. Przekazuje ona wytyczne giełdom w Szanghaju i Shenzhen, które są odpowiedzialne za monitorowanie publikowania raportów rocznych i informacji przez spółki publiczne, zgodnie z wymogami określanymi na początku każdego roku kalendarzowego. Te wytyczne giełd zwykle formułują dodatkowe dobrowolne pozycje raportów, wykraczające ponad wymogi CSRC.

Panuje opinia, że za mało uwagi poświęcano problemom dotyczącym wynagradzania i nominowania dyrektorów zarządzających. Nominacje dyrektorów zarządzających generalnie dokonywane są przez akcjonariusza większościowego, czyli rząd. Wynagradzanie większości dyrektorów zarządzających spółek chińskich składa się wyłącznie z pensji i bonusów. Mniej niż 15% spółek publicznych emituje opcje na akcje dla menedżerów. Od 2007 roku raport roczny wszystkich spółek publicznych musi zawierać szczegóły dotyczące wynagrodzeń członków rad i menedżerów.

Reguły notowania wymagają, aby audytorzy zewnętrzni spółek publicznych byli licencjonowani (CPA). W większości przypadków wybór firmy audytorskiej nie następuje w drodze przetargu publicznego, ale dokonywany jest w poufnym kręgu menedżerów najwyższego szczebla. Spółka publiczna musi poinformować firmę audytorską o zaprzestaniu z nią współpracy w określonym czasie, po uzyskaniu uchwały rady. Akcjonariusze muszą zaaprobować tę decyzję. Spółka zobligowana jest wyjaśnić powody zwolnienia w raporcie. Nie ma ona obowiązku ujawniania w raporcie rocznym wynagrodzenia audytora pobieranego za świadczenie usług niebędących audytem. Regulacje dotyczące rotacji audytorów są w trakcie opracowywania.

Należy podkreślić, że w chińskim systemie prawnym występuje istotny brak spójności. Normy krajowe i lokalne są często sprzeczne, a także nie zawsze adekwatne, na przykład normy dotyczące stałej powierzchni biurowej czy liczby reprezentantów prawnych. Znowelizowane prawo spółek, obowiązujące od 1 stycznia 2006 roku, ma na celu udoskonalenie regulacji prawa handlowego i corporate governance. Uprościło ono wymogi tworzenia spółek, poszerzyło statutowe uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych, zaostrzyło wymogi dotyczące corporate governance spółek notowanych na giełdzie, powiększyło ochronę wierzycieli i uprawnienia pracowników w zakresie partycypacji w działaniach spółki.

Mimo że Chiny nadal pozostają państwem komunistycznym, rozwój rynków kapitałowych i nadzoru korporacyjnego nie są wolniejsze niż w innych krajach Azji Wschodniej. Z uwagi na koncentrację własności konflikty interesów pomiędzy akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi pozostają głównym problemem chińskiego corporate governance. Sposobem na ich zredukowanie może być zapobieganie transakcjom powiązanim, polepszanie jakości rad, poprawa ochrony akcjonariuszy i ukrócenie łamania prawa. Ważne jest przekształcenie regulacji i zaleceń dotyczących nadzoru korporacyjnego w dobre praktyki, które będą powszechnie stosowane przez spółki [Clarke 2003].

8.2. Kodeksy nadzoru korporacyjnego w Chinach

W ostatniej dekadzie, charakteryzującej się dynamicznym rozwojem i otwarciem gospodarki, narastała potrzeba stworzenia kodeksów corporate governance, które spełniałyby kryteria i standardy międzynarodowe. Celem działań jest zmiana kultury korporacyjnej poprzez doskonalenie rynku kapitałowego, w szczególności na szczeblu przedsiębiorstw. Pomimo pewnego progresu występuje wiele kwestii, które pokazują fundamentalne słabości infrastruktury chińskiego nadzoru korporacyjnego, do których można zaliczyć ciągłą dominację własności państwowej, złożone struktury własności prywatnej, dowolne egzekwowanie uprawnień akcjonariuszy, niewielką transparentność i zakres sprawozdawczości, brak niezależności i efektywności rady oraz aktywności akcjonariuszy. Wszystkie te problemy należy rozwiązać, jeśli chce się uzyskać znaczący postęp w nadzorze korporacyjnym [Borodina, Shvyrvkov 2010].

Zestaw kodeksów przedstawiony przez ECGI informuje, że dotychczas w Chinach opublikowano dwa kodeksy corporate governance, a mianowicie:

- The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China, z 7 stycznia 2001 roku,
- Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies, z 15 stycznia 2004 roku.

Pierwszy dokument wydany został przez China Securities Regulatory Commission i State Economic and Trade Commission, drugi natomiast przez

China Securities Regulatory Commission. Code of Corporate Governance for Listed Companies ma następującą strukturę:

Wstęp

Rozdział 1. Akcjonariusze i zgromadzenie akcjonariuszy

- (1) Uprawnienia akcjonariuszy
- (2) Reguły zgromadzenia akcjonariuszy
- (3) Transakcje powiązane z osobami trzecimi

Rozdział 2. Spółki giełdowe i ich akcjonariusze kontrolujący

- (1) Reguły zachowania akcjonariuszy kontrolujących
- (2) Niezależność spółki notowanej na giełdzie

Rozdział 3. Dyrektorzy i rada dyrektorów

- (1) Procedury wyboru dyrektorów
- (2) Obowiązki i odpowiedzialność dyrektorów
- (3) Obowiązki i skład rady dyrektorów
- (4) Reguły i procedury rady dyrektorów
- (5) Dyrektorzy niezależni
- (6) Specjalistyczne komitety rady dyrektorów

Rozdział 4. Nadzorujący i rada nadzorująca

- (1) Obowiązki i odpowiedzialność rady nadzorującej
- (2) Skład i kierowanie radą nadzorującą

Rozdział 5. Ocena wyników działania oraz systemu zachęt i dyscyplinarnego

- (1) Ocena wyników działania dyrektorów, nadzorujących i menedżerów
- (2) Selekcja menedżerów
- (3) Systemy motywacyjne i dyscyplinarne dla zarządzających

Rozdział 6. Interesariusze

Rozdział 7. Publikacja i przejrzystość informacji

- (1) Ciągłe ujawnianie informacji przez spółki giełdowe
- (2) Ujawnianie informacji dotyczących corporate governance
- (3) Ujawnianie interesów akcjonariusza kontrolującego

Rozdział 8. Artykuł uzupełniający

We wstępie do tego dokumentu stwierdzono, że Code of Corporate Governance for Listed Companies (2001) przygotowany został zgodnie z podstawowymi zasadami Company Law, prawem obrotu papierami wartościowymi i innymi odpowiednimi regulacjami oraz powszechnie akceptowanymi międzynarodowymi standardami corporate governance. Jego zadaniem jest promowanie, stanowienie i doskonalenie nowoczesnego systemu przedsiębiorstw giełdowych, standaryzowanie działania spółek giełdowych i zapewnianie zdrowego rozwoju rynku kapitałowego w Chinach.

Kodeks ten ustala między innymi podstawowe zasady corporate governance dla spółek giełdowych, środki ochrony interesów i uprawnień inwestorów, podstawowe standardy zachowań oraz standardy etyczne dla dyrek-

torów, nadzorujących, menedżerów tych spółek, którzy powinni działać zgodnie z duchem kodeksu i podejmować działania służące doskonaleniu corporate governance. Przepisy kodeksu powinny być wdrażane poprzez ujęcie w statutach spółek lub regułach nadzoru.

Kodeks jest głównym standardem oceny struktur nadzoru korporacyjnego. W przypadku występowania problemów z ich implementacją w spółkach giełdowych sprawujący nadzór nad obrotem papierami wartościowymi mogą zalecić przedsiębiorstwu dostosowanie się do wymogów kodeksu.

Rozdział pierwszy, zatytułowany „Akcjonariusze i zgromadzenie akcjonariuszy”, składa się z trzech podrozdziałów poświęconych kolejno: uprawnieniom akcjonariuszy, regułom zgromadzenia akcjonariuszy i transakcjom powiązanim z osobami trzecimi. W tej części dokumentu stwierdzono, że spółki giełdowe powinny ustalić struktury odpowiednie dla zapewnienia pełnego przestrzegania uprawnień akcjonariuszy wynikające z prawa, przepisów administracyjnych i statutu spółki. Akcjonariusze powinni wiedzieć, że mają prawo uczestniczyć w ważnych wydarzeniach określonych w tych dokumentach. Spółka powinna ustanowić efektywne kanały komunikacji z akcjonariuszami (pkt 3).

Struktury corporate governance spółek powinny zapewnić właściwe traktowanie wszystkim akcjonariuszom, szczególnie mniejszościowym. Akcjonariusze powinni mieć prawo ochrony swoich interesów i uprawnień środkami prawnymi lub dochodzenia ich przed sądem cywilnym. Dyrektorzy nadzorujący lub menedżerowie spółek powinni mieć obowiązek kompensaty, w przypadku kiedy złamanie przez nich prawa, regulacji administracyjnych lub statutu spółki spowodowało szkodę dla przedsiębiorstwa.

Jeśli chodzi o reguły dotyczące zgromadzenia akcjonariuszy, to spółka giełdowa powinna w statucie określić odpowiednie procedury głosowania w jego trakcie, w tym dotyczące zawiadamiania, rejestracji, przeglądu propozycji, głosowania, obliczania głosów, ogłaszania wyników głosowania, formułowania uchwał, protokołowania itp. (pkt 5).

Oprócz zapewniania, że zgromadzenie akcjonariuszy przebiega zgodnie z prawem i efektywnie, spółka giełdowa powinna zrobić wszystko, w tym wykorzystując nowoczesne technologie, aby jak największa liczba akcjonariuszy brała w nim udział.

Inwestorzy instytucjonalni powinni mieć wpływ na mianowanie dyrektorów spółki, ich kompensatę i nadzór nad menedżerami, a także na proces podejmowania ważniejszych decyzji.

Umowy dotyczące transakcji spółki ze stronami powiązanymi powinny być zawierane na piśmie. Należy wdrożyć skuteczne narzędzia zabezpieczające interesy spółki, która powinna publikować zasady ustalania cen zastosowane w tych transakcjach. Aktywa należące do spółki akcyjnej powinny być skutecznie chronione przez narzędzia zabezpieczające przed defraudacją lub transferem kapitału, aktywów lub innych zasobów spółki. Spółka giełdowa

nie powinna udzielać finansowych gwarancji swoim akcjonariuszom i osobom z nimi związanym.

Rozdział drugi, zatytułowany „Spółki giełdowe i ich akcjonariusze kontrolujący”, składa się z dwóch podrozdziałów, z których pierwszy dotyczy reguł zachowania akcjonariuszy kontrolujących. W czasie restrukturyzacji i reorganizacji spółki chcące wejść na giełdę akcjonariusze mający pakiety kontrolne powinni przestrzegać zasady „najpierw restrukturyzacja, potem notowanie”. W tym czasie powinni oni wydzielić funkcje społeczne spółki oraz aktywa niematerialne. Przedsiębiorstwa lub instytucje należące do akcjonariusza kontrolującego, świadczące usługi na rzecz największego przedsiębiorstwa spółki giełdowej, mogą zostać przekształcone w spółki specjalistyczne, które podpiszą umowy ze spółką giełdową na warunkach rynkowych.

Akcjonariusz kontrolujący powinien wspomagać spółkę giełdową w reformowaniu zatrudnienia, systemu dystrybucji, transformacji mechanizmów operacyjnych i zarządczych oraz tworzeniu systemów wyboru menedżerów i pracowników poprzez konkursy, podziały zysku w sposób zapewniający odpowiednią motywację, powiększanie lub pomniejszanie wynagrodzenia itp.

Akcjonariusz kontrolujący ma obowiązek działania w dobrej wierze w stosunku do spółki i innych akcjonariuszy (pkt 19). Powinien on ściśle przestrzegać prawa i regulacji w trakcie wypełniania swoich obowiązków. Powinien nominować kandydatów na dyrektorów i nadzorujących w ścisłej zgodności z warunkami i procedurami ustalonymi przez prawo, regulacje i statut. Nominowani kandydaci powinni posiadać odpowiednią, profesjonalną wiedzę oraz zdolność do podejmowania decyzji i nadzorowania. Akcjonariusz kontrolujący nie powinien mieć prawa zatwierdzania wyboru pracowników dokonanego przez zgromadzenie akcjonariuszy lub radę dyrektorów. Nie wolno mu mianować menedżerów najwyższego szczebla, pomijając organy spółki.

Ważne decyzje dotyczące spółek giełdowych powinny być podejmowane przez zgromadzenie akcjonariuszy lub radę dyrektorów zgodnie z obowiązującym prawem (pkt 21). Akcjonariusz kontrolujący nie powinien w sposób bezpośredni ani pośredni ingerować w decyzje lub działalność biznesową spółki, jeśli są zgodnie z prawem, jak też nie powinien pomniejszać uprawnień i interesów akcjonariuszy.

Drugi podrozdział rozdziału drugiego poświęcony został niezależności spółki notowanej na giełdzie. Powinna ona być oddzielona od akcjonariuszy kontrolujących w zakresie spraw personalnych, majątkowych (własność wyraźnie określona) i finansowych, jak też być niezależna jako instytucja i biznes, prowadzić niezależną rachunkowość oraz samodzielnie ponosić ryzyko oraz regulować zobowiązania (pkt 22).

Spółka giełdowa powinna posiadać solidny system zarządzania finansami i rachunkowością, kompatybilny z prawem i regulacjami, a akcjonariusz sprawujący kontrolę nie powinien mieszać się do tych obszarów działania przedsiębiorstwa.

Rada dyrektorów, komitet nadzorujący i inne wewnętrzne podmioty spółki akcyjnej powinny działać w sposób niezależny, bez subordynacji, a akcjonariusz kontrolujący nie powinien mieszać się do jej działalności operacyjnej. Działalność spółki akcyjnej powinna być całkowicie niezależna od akcjonariusza kontrolującego, który nie powinien też konkurować ze spółką.

Rozdział trzeci omawianego kodeksu dotyczy dyrektorów i rad dyrektorów i wyróżniono w nim aż sześć podrozdziałów, kolejno omawiających procedury wyboru dyrektorów, ich obowiązki i odpowiedzialność, obowiązki i skład rady dyrektorów, jej reguły i procedury, niezależnych dyrektorów oraz specjalistyczne komitety rady dyrektorów.

Dokument ten określa, że statut spółki powinien zawierać wystandaryzowane i przejrzyste procedury wyboru dyrektorów, zapewniające otwartość, uczciwość, bezstronność i niezależność wyboru. Informacje dotyczące kandydatów należy opublikować przed zgromadzeniem akcjonariuszy, tak aby znani byli przed głosowaniem. Kandydaci na piśmie powinni zaakceptować nominację, zagwarantować prawdziwość i kompletność opublikowanych informacji i przyrzec gorliwe wykonywanie obowiązków po wyborze.

Przy wyborze dyrektorów należy uwzględniać opinie akcjonariuszy mniejszościowych. Spółki, w których ponad 30% akcji należy do akcjonariuszy kontrolujących, powinny stosować system głosowania grupami, a reguły takiego głosowania powinny być podane w jej statucie. Warunki zatrudnienia powinna określać umowa zawarta pomiędzy dyrektorem a spółką.

Dyrektorzy muszą wykonywać obowiązki uczciwie i starannie, w najlepszym interesie spółki i wszystkich jej akcjonariuszy. Powinni oni poświęcić odpowiedni czas i energię na wykonanie swoich obowiązków (pkt 33). Jeśli dyrektor nie może uczestniczyć w posiedzeniu rady, może udzielić pełnomocnictwa na piśmie innemu dyrektorowi do głosowania w swoim imieniu, jednakże to on odpowiada za ten głos. Rada dyrektorów powinna przestrzegać prawa, odpowiednich regulacji i statutu spółki oraz dokładnie realizować przedsięwzięcia, które zostały upublicznione (pkt 36). Dyrektorzy powinni gorliwie uczestniczyć w szkoleniach, umożliwiających im poznanie uprawnień, obowiązków i odpowiedzialności, które będą ponosić w trakcie pełnienia swoich funkcji.

Jeśli uchwała podjęta przez radę nie jest zgodna z obowiązującym prawem, regulacjami i statutem spółki oraz jest szkodliwa dla spółki, to dyrektorzy odpowiedzialni za podjęcie takiej uchwały powinni być zobligowani do pokrycia strat z niej wynikających, chyba że na podstawie protokołu potrafią udowodnić, że byli przeciwni jej podjęciu (pkt 38). Spółka może wykupić ubezpieczenie dla dyrektora, jeśli zgromadzenie akcjonariuszy wyrazi na to zgodę, jednakże nie dotyczy ono działań związanych z łamaniem prawa, regulacji i statutu spółki (pkt 39).

Jeśli chodzi o obowiązki i skład rady dyrektorów to liczba dyrektorów i struktura rady powinny być zgodne z prawem i regulacjami oraz zapewniać efektywną dyskusję oraz skuteczny, na czas i ostrożny proces podejmowania

decyzji przez radę. Członkowie rady dyrektorów powinni być profesjonalistami, mającymi adekwatną wiedzę, kwalifikacje i odpowiednią jakość wykonywania swoich obowiązków.

Rada dyrektorów odpowiada przed akcjonariuszami. Ramy corporate governance spółki giełdowej powinny zapewniać, że rada dyrektorów działa (wypełnia swoje obowiązki) zgodnie z prawem, regulacjami administracyjnymi i statutem spółki, jak też traktuje wszystkich akcjonariuszy jednakowo, uwzględniając interesy wszystkich interesariuszy. Spółka akcyjna powinna w statucie określić reguły i procedury dla rady dyrektorów, zapewniające jej efektywne działanie i racjonalne podejmowanie decyzji (pkt 44).

Protokół z posiedzenia rady dyrektorów powinien być pełny i szczegółowy, podpisany przez uczestników posiedzenia oraz starannie przechowywany, gdyż może być wykorzystany jako ważny dokument określający odpowiedzialność poszczególnych dyrektorów. Przewodniczący rady musi mieć jej autoryzację do działania, a wszystkie ważne sprawy spółki powinny podlegać decyzjom podejmowanym kolektywnie przez całą radę (pkt 48).

Zgodnie z regulacjami spółka giełdowa powinna wprowadzić dyrektorów niezależnych do rady (pkt 49), którzy powinni być niezależni od spółki ich zatrudniającej oraz od jej akcjonariuszy większościowych. Nie mogą oni zajmować żadnego innego stanowiska w tym przedsiębiorstwie.

Dyrektor niezależny powinien wypełniać obowiązki gorliwie, w dobrej wierze i z należytą starannością wobec spółki giełdowej i wszystkich jej akcjonariuszy (pkt 50), a także zgodnie z prawem, regulacjami i statutem, dbać o interesy spółki, a szczególnie o poszanowanie interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Dyrektorzy powinni pełnić obowiązki, zachowując niezależność, szczególnie w stosunku do akcjonariuszy większościowych, sprawujących bieżącą kontrolę oraz innych przedsiębiorstw lub osób powiązanych ze spółką. Odpowiednie uprawnienia i regulacje powinny określać kwalifikacje, procedury powoływania i odwoływania oraz obowiązki dyrektorów niezależnych.

Kodeks określa (R. 3.6), że rada dyrektorów spółki giełdowej może utworzyć komitet strategii, audytu, nominacji, wynagrodzeń, oceny oraz inne specjalistyczne komitety na podstawie uchwały zgromadzenia akcjonariuszy. Wszystkie komitety powinny składać się wyłącznie z dyrektorów, w większości z dyrektorów niezależnych. Przewodniczący komitetu powinien być dyrektorem niezależnym (pkt 52). Co najmniej jeden z dyrektorów niezależnych komitetu audytu powinien być profesjonalistą z zakresu rachunkowości.

Głównym obowiązkiem komitetu strategii powinno być badanie i formułowanie rekomendacji dotyczących długoterminowych planów strategicznych i ważniejszych decyzji inwestycyjnych spółki. Do najważniejszych obowiązków komitetu audytu należą: 1) rekomendowanie powołania lub odwołania zewnętrznej firmy audytorskiej; 2) rewizja systemu audytu wewnętrznego i jego stosowania; 3) nadzorowanie interakcji pomiędzy firmami wewnętrznymi i zewnętrznymi; 4) sprawdzanie informacji finansowych spół-

ki oraz ich publikowanie i 5) monitorowanie systemu kontroli wewnętrznej w spółce.

Z kolei do obowiązków komitetu nominacji należy: 1) formułowanie standardów oraz procedur wyboru dyrektorów i ich rekomendowania; 2) poszukiwanie wykwalifikowanych kandydatów na stanowiska dyrektora i menedżera oraz 3) weryfikacja kandydatów na dyrektorów i menedżerów oraz formułowanie rekomendacji dla zgromadzenia akcjonariuszy.

Do głównych obowiązków komitetu wynagrodzeń i oceny należą: 1) studiowanie standardów oceny dyrektorów i menedżerów, przeprowadzanie ocen i formułowanie rekomendacji; 2) studiowanie i weryfikacja polityki oraz systemów wynagradzania dyrektorów i menedżerów najwyższego szczebla.

Każdy z komitetów może angażować instytucje pośredniczące w celu pozyskania profesjonalnej opinii, a koszty z tym związane ponosi spółka. Każdy komitet odpowiada przed radą dyrektorów, która ocenia i aprobuje jego propozycje.

W rozdziale czwartym, zatytułowanym „Nadzorujący i rada nadzorująca”, wyróżniono dwa podrozdziały. Pierwszy z nich dotyczy obowiązków i odpowiedzialności rady nadzorującej⁴⁹.

Rada nadzorująca spółki giełdowej powinna odpowiadać przed wszystkimi akcjonariuszami (pkt 59). Powinna ona nadzorować finanse korporacji, legitymizować sposób wykonywania obowiązków przez dyrektorów, menedżerów i innych członków najwyższych szczebli zarządzania, a także chronić uprawnienia i interesy spółki oraz jej akcjonariuszy.

Nadzorujący powinni mieć prawo do poznania statusu operacyjnego spółki giełdowej, są jednakże zobowiązani do zachowania tych informacji w tajemnicy. Mają oni prawo angażowania niezależnych profesjonalnych doradców. Spółka giełdowa ma obowiązek zapewnienia nadzorującym dostępu do spraw spółki i zapewnienia pomocy w wypełnianiu obowiązków. Nikt nie powinien radzie nadzorującej utrudniać wykonywania pracy, a spółki są zobowiązane pokryć odpowiednie, rozsądne koszty wynikające z pełnienia obowiązków przez nadzorujących (pkt 60).

Zapisy przebiegu pracy rady nadzorującej oraz wyników prowadzonych kontroli powinny stanowić podstawę oceny działania dyrektorów i menedżerów wysokich szczebli zarządzania. Może ona składać raporty bezpośrednio do władz nadzorujących obrót papierami wartościowymi lub innych, jak też radzie dyrektorów oraz zgromadzeniu akcjonariuszy, jeśli stwierdzi łamanie prawa, regulacji lub statutu spółki przez dyrektorów, menedżerów i menedżerów najwyższego szczebla.

Nadzorujący powinni mieć wiedzę profesjonalną lub doświadczenie zawodowe w takich obszarach, jak prawo i rachunkowość (pkt 64). Członkowie i struktura rady nadzorującej powinny zapewniać jej zdolność do niezależnego i efektywnego nadzorowania dyrektorów, menedżerów i innych członków najwyższych szczebli zarządzania oraz do badania spraw finansowych spółki.

⁴⁹ Supervisory Board przetłumaczono jako rada nadzorująca, aby pokazać jej odrębność od rady nadzorczej funkcjonującej w regulacjach polskich.

Spółka giełdowa powinna sformułować w statucie standardowe reguły i procedury dla rady nadzorującej, której posiedzenia powinny przebiegać w ścisłej zgodności z tymi regułami i procedurami.

Rada nadzorująca powinna spotykać się w regularnych odstępach czasu, ale też organizować dodatkowe posiedzenia, o ile są potrzebne. Może ona na swoje posiedzenie zaprosić dyrektorów i menedżerów najwyższego szczebla, pracowników audytu wewnętrznego i zewnętrznego w celu udzielenia odpowiedzi na pytania. Należy publicznie wyjaśnić nieprzeprowadzanie spotkań rady w zaplanowanym czasie.

Zaleca się sporządzić protokół z posiedzenia rady nadzorującej, który powinien zostać podpisany przez członków uczestniczących w posiedzeniu i osoby sporządzające ten protokół. Na prośbę rady można w nim uwzględnić odpowiedzi na zadane pytania. Protokoły te powinny być sporządzane i przechowywane ze starannością, gdyż zawierają ważne dla spółki zapisy.

Rozdział piąty kodeksu obejmuje trzy podrozdziały poświęcone ocenie wyników działania dyrektorów, nadzorujących i zarządzających, wyborowi menedżerów oraz systemom motywacyjnym i dyscyplinarnym dla menedżerów. Spółka giełdowa powinna stworzyć właściwe i transparentne standardy oraz procedury oceny wyników działania dyrektorów, nadzorujących i zarządzających. Powinni oni być oceniani przez radę dyrektorów lub komitety wynagrodzeń. Ocena dyrektorów niezależnych i nadzorujących musi być wypadkową samooceny i oceny celowej (pkt 69).

Rada dyrektorów powinna zaproponować schematy, wysokość i metody kompensaty dla dyrektorów, które przedstawia do aprobaty zgromadzeniu akcjonariuszy. W trakcie dyskusji na ten temat dany dyrektor nie może być obecny (pkt 71).

Rada dyrektorów i rada nadzorująca powinny składać zgromadzeniu akcjonariuszy sprawozdanie o wynikach działania dyrektorów i nadzorujących, ocenie ich pracy i wynagrodzeniach, a także publikować te informacje.

W podrozdziale drugim – poświęconym wyborowi menedżerów – zapisano, że rekrutacja menedżerów spółki giełdowej powinna być przeprowadzana przy ścisłym przestrzeganiu odpowiedniego prawa, regulacji i statutu spółki. Żadna instytucja ani osoba nie może ingerować w procedury wyborcze menedżerów spółki giełdowej. Rekrutacja powinna przebiegać w sposób właściwy i przejrzysty, na krajowych i międzynarodowych rynkach profesjonalistów zarządzania, przy wykorzystaniu agencji pośredniczących. Wybrani menedżerowie powinni podpisywać umowy o zatrudnienie określające uprawnienia i obowiązki obu jej stron, a powoływanie i odwoływanie menedżerów ma odbywać się zgodnie z obowiązującymi procedurami prawnymi i być publicznie ogłaszane (pkt 73–76).

W celu pozyskania wykwalifikowanego personelu oraz zachowania stabilności zarządzania spółka giełdowa powinna ustanowić system nagradzania, który wiąże kompensatę menedżerów z wynikami jej działania oraz poszczególnych osób. Wyniki działania powinny stanowić podstawę określenia wy-

nagrodzenia i innych bonusów dla ocenianej osoby, a wyniki tej oceny być zaaprobowane przez radę dyrektorów, wyjaśnione w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy i opublikowane (pkt 77).

Spółka giełdowa powinna określić obowiązki i odpowiedzialność menedżerów w statucie (pkt 80). Jeśli rada dyrektorów stwierdzi, że łamią oni prawo, regulacje lub statut, powodując straty dla spółki, to należy podjąć decyzję o ich ściganiu.

Rozdział szósty, zatytułowany „Interesariusze”, stanowi, że spółki giełdowe powinny szanować uprawnienia wszystkich interesariuszy – aktywnie z nimi współpracować na rzecz zdrowego i trwałego rozwoju przedsiębiorstwa. Powinny też zapewnić ochronę uprawnień interesariuszy, dostarczyć odpowiednich informacji do oceny działalności operacyjnej i finansowej spółki, uzyskiwać oceny (*feedback*) od pracowników dotyczące ważnych spraw oraz pozostawać w bezpośrednim kontakcie z radą dyrektorów, radą nadzorującą i menedżerami (pkt 81–85).

Zapewniając rozwój spółki i maksymalizację korzyści akcjonariuszy, spółka giełdowa powinna uwzględniać dobrobyt, ochronę środowiska i interesy społeczności, w której działa, a także zwracać uwagę na społeczną odpowiedzialność (pkt 86).

Rozdział siódmy, zatytułowany „Publikacja i przejrzystość informacji”, określa, że publikowanie informacji stanowi ciągłą odpowiedzialność spółek giełdowych, które powinny rzetelnie, dokładnie, w pełni i na czas publikować informacje wymagane przez prawo, regulacje i statut (pkt 87). Powinny one dobrowolnie i w określonym czasie publikować wszystkie inne informacje, mogące mieć istotny wpływ na decyzje akcjonariuszy i interesariuszy, zapewniając równy do nich dostęp wszystkim akcjonariuszom. Informacje publikowane przez spółkę giełdową powinny być zrozumiałe, a ekonomiczny, dogodny i szybki dostęp do nich powinien być zapewniony poprzez różne środki (np. Internet).

Sekretarz rady dyrektorów powinien odpowiadać za ujawnianie informacji, w tym za reguły ich publikowania, a także za kontakty i dostarczenie opublikowanych informacji inwestorom. Rada i menedżerowie powinni wspomagać go w tych pracach, a żadna instytucja ani osoba nie może przeszkadzać mu w realizacji obowiązków.

Spółka giełdowa powinna publikować informacje dotyczące corporate governance zgodnie z prawem, regulacjami i innymi odpowiednimi regułami. Należy prezentować co najmniej: 1) członków i struktury rady dyrektorów oraz rady nadzorującej; 2) wyniki działania i oceny rady dyrektorów oraz rady nadzorującej; 3) wyniki i oceny dyrektorów niezależnych, w tym również ich obecność na posiedzeniach rady, wydawanie niezależnych opinii, opinie dotyczące transakcji zawieranych z podmiotami powiązаныmi oraz mianowanie i odwoływanie dyrektorów i menedżerów najwyższego szczebla; 4) skład i działalność specjalnych komitetów rady dyrektorów; 5) aktualny stan corporate governance spółki, luki pomiędzy praktyką nadzoru korporacyjnego

spółki a kodeksem, a także powody istnienia tej luki oraz 6) plany i mierniki poprawy corporate governance (pkt 91).

Spółka powinna na czas ujawniać szczegółowe informacje o każdym akcjonariuszu, który posiada stosunkowo wysoki procentowy udział we własności spółki⁵⁰, a także wszelkie zmiany zachodzące w strukturze własności zgodnie z odpowiednimi regulacjami (pkt 92–93).

Kodeks zamyka rozdział ósmy, który podaje jedynie, że kodeks wchodzi w życie w dniu publikacji [Corporate Governance of Listed Companies in China 2011].

Drugim chińskim dokumentem corporate governance znajdującym się na liście sporządzonej przez ECGI jest Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies, opublikowany w 2004 roku przez China Securities Regulatory Commission [Provisional Code 2004]. Składa się on z ośmiu rozdziałów, a mianowicie:

Rozdział 1. Ogólne zapisy

Rozdział 2. Akcjonariusze i zgromadzenie akcjonariuszy

Sekcja 1. Akcjonariusze

Sekcja 2. Zgromadzenie akcjonariuszy

Sekcja 3. Specjalne regulacje dotyczące relacji pomiędzy spółkami akcyjnymi i akcjonariuszami

Rozdział 3. Dyrektorzy i rada dyrektorów

Sekcja 1. Dyrektorzy

Sekcja 2. Rada dyrektorów

Sekcja 3. Niezależni dyrektorzy

Rozdział 4. Nadzorujący i komitet nadzorujący

Rozdział 5. Menedżerowie

Rozdział 6. Mechanizmy motywacji i kontroli

Rozdział 7. Podstawowe zasady dotyczące relacji pomiędzy spółkami akcyjnymi i klientami

Rozdział 8. Dodatkowe przepisy

Dokument Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies można streścić następująco⁵¹.

Rozdział pierwszy zawiera ogólne zapisy. Informuje on, że kodeks odnosi się do spółek akcyjnych utworzonych na terytorium Chin, które przede wszystkim powinny przestrzegać prawa, regulacji administracyjnych i reguł CSRC (art. 6). W celu standaryzacji działalności spółek akcyjnych i budowy

⁵⁰ Ciekawym zjawiskiem w krajach azjatyckich jest występowanie piramidowych struktur własności, które są definiowane jako posiadanie pakietu kontrolnego jednej spółki, która z kolei posiada pakiet kontrolny akcji innej spółki i ten proces może się powtarzać kilkakrotnie [Claessens, Djankov, Lang 2000].

⁵¹ Giełda w Hongkongu dla spółek na niej notowanych opublikowała Code on Corporate Governance Practices i Corporate Governance Report w listopadzie 2004 roku, które weszły w życie 1 stycznia 2005 roku.

nowoczesnego systemu przedsiębiorstw, zabezpieczenia interesów akcjonariuszy, klientów i innych interesariuszy spółek akcyjnych, stojąc na straży niezależności i integralności aktywów spółek emitentów, opracowano Provisional Code of Corporate Governance dla spółek akcyjnych, zgodny z Company Law oraz Securities Law of the People's Republic of China oraz innymi prawami i regułami administracyjnymi (art. 1).

Spółki akcyjne i ich akcjonariusze kontrolujący powinni działać w dobrej wierze w stosunku do klientów, zachowując ich własność oraz inne uprawnienia i interesy wynikające z prawa. Powinny one wyjaśnić podział odpowiedzialności pomiędzy zgromadzeniem akcjonariuszy, radą dyrektorów, komitetem nadzorującym i menedżerami oraz ustanowić całościowy system zarządzania ryzykiem i system kontroli wewnętrznej w zgodności z Company Law of the People's Republic of China, innymi odpowiednimi regulacjami i regułami administracyjnymi.

Spółki akcyjne, ich akcjonariusze i menedżerowie wyższych szczebli są zobligowani do przestrzegania postanowień China Securities Regulatory Commission (CSRC) dotyczących akcjonariuszy i menedżerów najwyższych szczebli.

Rozdział drugi, zatytułowany „Akcjonariusze i zgromadzenie akcjonariuszy”, dzieli się na dwie sekcje, zatytułowane „Akcjonariusze” (art. 7–11) oraz „Zgromadzenie akcjonariuszy (art. 12–20). Określa on, że akcjonariusze i akcjonariusze kontrolujący aktywa spółki akcyjnej powinni posiadać kwalifikacje wymagane przez prawo, reguły administracyjne i regulacje CSRC. Jeśli nie mają oni takich kwalifikacji, wówczas rada dyrektorów spółki akcyjnej powinna w ciągu 10 dni złożyć raport do CSRC w okręgu, w którym znajduje się siedziba spółki i główny obszar jej działania (art. 7).

Spółka akcyjna powinna rejestrować swoich akcjonariuszy, nowelizować statut i poddać się procedurom produkcyjnej i komercyjnej rejestracji na podstawie dokumentów zaaprobowanych przez CSRC, zapewnić, że są one zgodne z aktualną sytuacją akcjonariuszy.

Akcjonariusze spółki akcyjnej powinni wypełnić zobowiązania kapitałowe w zgodzie z prawem, regułami administracyjnymi i wymogami CSRC. Spółki nie powinny finansować akcjonariuszy, ani dawać im gwarancji, w sposób bezpośredni lub pośredni. Jeśli akcjonariusze dokonują oszustw lub fałszerstw przy wpłatach kapitału (wyprowadzając kapitały lub wycofując je w ukrytej formie), rada dyrektorów powinna w ciągu 10 dni poinformować o tym CSRC (w formie raportu) oraz domagać się od tych akcjonariuszy zwrotu należnych kapitałów w ciągu miesiąca.

Akcjonariusz powinien powiadomić spółkę akcyjną w odpowiednim czasie o zmianach i obciążeniach posiadanych kapitałów, o czym rada dyrektorów spółki musi złożyć raport CSRC w ciągu 10 dni roboczych od momentu jej uzyskania.

Spółki akcyjne powinny ustanowić efektywne kanały komunikacji z akcjonariuszami, dostarczając im informacji określonych przez prawo, regulacje

administracyjne, regulacje CSRC i statut spółki. Rada dyrektorów ma natychmiast pisemnie zawiadomić wszystkich akcjonariuszy oraz złożyć raport CSRC (art. 11), jeśli wystąpią następujące sytuacje:

1. Spółka lub jej menedżerowie wyższego szczebla są podejrzani o udział w poważnych działaniach przestępczych.
2. Sytuacja finansowa spółki nieustannie pogarsza się, co nie jest zgodne ze standardami CSRC.
3. Spółka poniosła dużą stratę.
4. Spółka proponuje zmianę na stanowisku przewodniczącego rady dyrektorów, głównego nadzorującego lub prezesa.
5. Powstaną zdarzenia nadzwyczajne niekorzystnie wpływające na interesy spółki i klientów.
6. Wystąpią inne sytuacje, które mogą mieć wpływ na zachowanie ciągłości działania przez spółkę.

Sekcja druga, poświęcona zgromadzeniu akcjonariuszy (art. 12–20), określa, że zakres uprawnień zgromadzenia akcjonariuszy powinien być określony w statucie spółki akcyjnej. Autoryzacja rady dyrektorów przez zgromadzenie akcjonariuszy i jej zakres powinny być konkretne i szczegółowe.

Spółka akcyjna powinna zwołać zgromadzenie akcjonariuszy w ciągu sześciu miesięcy od zakończenia roku obrotowego, a o ewentualnym przekroczeniu tego terminu należy powiadomić CSRC, wyjaśniając przyczyny zwłoki. Statut powinien ustalać procedury głosowania w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy.

Rada dyrektorów powinna sformułować w statucie reguły przeprowadzania i procedury głosowania zgromadzenia akcjonariuszy spółki. Rada dyrektorów, komitet nadzorujący i akcjonariusze, którzy indywidualnie lub zbiorowo posiadają ponad 5% kapitałów własnych spółki akcyjnej, mogą składać propozycje zgromadzeniu akcjonariuszy, nominować i przedstawiać walnemu zgromadzeniu kandydatów na dyrektorów (w tym niezależnych) i nadzorujących.

Jeśli dyrektorzy nominowani przez jednego z akcjonariuszy spółki akcyjnej stanowią więcej niż połowę wszystkich członków rady dyrektorów, wówczas nadzorujący nominowani przez tego akcjonariusza nie powinni przewyższać połowy liczebności komitetu nadzorującego.

Spółki akcyjne powinny stosować system głosowania grupami przy wyborze dyrektorów (w tym dyrektorów niezależnych) i nadzorujących. Spółka akcyjna powinna określić reguły jego stosowania w statucie.

W statucie należy zapisać, że jeśli zgromadzenie akcjonariuszy nie może się odbyć z powodu zaniedbania obowiązków przez radę dyrektorów i przewodniczącego rady, akcjonariusze posiadający określony pakiet akcji oraz komitet nadzorujący mogą zwołać nadzwyczajne zgromadzenie akcjonariuszy, składając odpowiedni raport do CSRC.

Spółki akcyjne powinny sporządzać protokoły ze zgromadzenia akcjonariuszy, które powinny być prawdziwe, kompletne i przechowywane przez co

najmniej piętnaście lat od daty sporządzenia, jak też przesłać uchwały i odpowiednie dokumenty zgromadzenia akcjonariuszy do CSRC.

Zgromadzenie akcjonariuszy powinno wyjaśnić powody odwołania każdego dyrektora lub nadzorującego przed końcem jego kadencji. Zwolniony dyrektor lub nadzorujący ma prawo przedstawić swoją opinię zgromadzeniu akcjonariuszy i CSRC.

Sekcja trzecia dotyczy specjalnych regulacji relacji pomiędzy spółkami akcyjnymi i akcjonariuszami (art. 21–26). Określają one, że akcjonariusz kontrolujący spółkę akcyjną nie powinien naruszać, wykorzystując swoją pozycję, wynikających z prawa uprawnień i interesów tej spółki, innych akcjonariuszy oraz jej klientów. Akcjonariuszom kontrolującym nie wolno wyznaczać lub odwoływać dyrektorów, nadzorujących i menedżerów wyższego szczebla, jak też ingerować w działalność operacyjną i zarządzanie, z pominięciem zgromadzenia akcjonariuszy lub rady dyrektorów.

Spółka akcyjna powinna być ściśle oddzielona od akcjonariuszy kontrolujących w aspekcie biznesu, personalnym, instytucjonalnym, aktywów, finansów, biura itd., niezależnie prowadząc działalność, rachunkowość, ponosząc ryzyko i odpowiedzialność.

Akcjonariusze kontrolujący i osoby z nimi powiązane powinny skutecznie zapobiegać biznesowemu konkurowaniu ze spółką, którą kontrolują. Jeśli spółka akcyjna kontroluje inne spółki akcyjne, to nie powinna ona naruszać interesów spółek kontrolowanych.

Uprawnienia oraz interesy spółki akcyjnej i jej klientów nie powinny uciepnieć na skutek zawierania transakcji afiliowanych pomiędzy spółką akcyjną, jej akcjonariuszami oraz powiązаныmi stronami. Powinna ona w statucie określać główne transakcje afiliowane oraz ich wpływ na procedury głosowania i publikowania. W ciągu dziesięciu dni od przeprowadzenia takiej transakcji spółka powinna złożyć raport do CSRC.

Spółki akcyjne i ich akcjonariusze nie mogą:

- zobowiązywać się przed akcjonariuszami do minimalnego zwrotu lub bonusów;
- trzymać akcji akcjonariuszy, chyba że prawo, reguły administracyjne lub regulacje CSRC określą inaczej;
- pośrednio lub bezpośrednio dostarczać finansowania lub gwarancji akcjonariuszom;
- defraudować aktywów spółki akcyjnej lub aktywów zdeponowanych przez klientów;
- oferować niewłaściwych korzyści akcjonariuszom, stosując takie metody, jak masowy wykup akcji;
- zachowywać się w sposób zakazany przez prawo, reguły administracyjne lub regulacje CSRC.

Kolejny rozdział, zatytułowany „Dyrektorzy i rada dyrektorów”, składa się z trzech sekcji obejmujących artykuły od 27 do 42. Sekcja pierwsza dotyczy dyrektorów, druga rady dyrektorów, a trzecia niezależnych dyrektorów.

Dyrektorzy muszą posiadać odpowiednią wiedzę, aby wykonywać swoje obowiązki zgodnie z wymogami chińskiego Company Law, Securities Law oraz regulacjami CSRC.

Spółki akcyjne powinny w statucie jasno określić przepisy dotyczące kwalifikacji, procedur mianowania i odwoływania, uprawnień, obowiązków, czasu kadencji dyrektorów, jak też strzec prawa dyrektorów do informacji i stwarzać im odpowiednie warunki dla sprawowania funkcji. Dyrektorzy zewnętrzni (w tym dyrektorzy niezależni) powinni mieć wystarczająco czasu i energii na wykonywanie obowiązków.

W statucie spółki akcyjnej należy określić liczbę dyrektorów, w tym dyrektorów będących zewnętrznymi profesjonalistami. Dyrektorzy wewnętrzni nie powinni przekraczać połowy liczby wszystkich dyrektorów w radzie.

Odpowiedzialność rady dyrektorów oraz zakres jej autoryzacji powinny być wyraźnie zdefiniowane w statucie. Rada powinna sformułować standardowe procedury zwoływania posiedzeń i procedury głosowania, które po zaaprobowaniu przez zgromadzenie akcjonariuszy należy przesłać do CSRC. Rada powinna odbyć co najmniej dwa posiedzenia w roku, z których należy sporządzić kompletne, dokładne protokoły i przechowywać je przez 15 lat. Protokoły powinny być podpisane przez dyrektorów uczestniczących w posiedzeniu oraz osoby je sporządzające.

Rada dyrektorów i jej przewodniczący powinni wykonywać swoje funkcje i uprawnienia w granicach określonych przez prawo, reguły administracyjne, regulacje CSRC i statut. Nie powinna ona interweniować w działalność operacyjną i zarządcą menedżerów poprzez uchylanie ich uprawnień. Przy dokonywaniu weryfikacji transakcji afiliowanych dyrektorzy mianowani przez afiliowane strony powinni powstrzymać się od głosowania.

W przypadku podjęcia przez radę dyrektorów uchwały naruszającej prawo, reguły administracyjne, regulacje CSRC lub statut spółki akcyjnej, akcjonariusze lub nadzorujący powinni wymagać od spółki natychmiastowego jej wycofania.

Rada dyrektorów powinna utworzyć specjalne komitety, takie jak komitet zarządzania ryzykiem oraz komitet audytu. Komitetowi audytu powinien przewodniczyć dyrektor niezależny. Te specjalne komitety mogą zatrudniać zewnętrznych profesjonalistów, a rozsądne koszty poniesione na ten cel powinny zostać pokryte przez spółkę. Komitety te przesyłają raporty radzie dyrektorów.

W spółce akcyjnej rada dyrektorów powinna mieć sekretarza (lub specjalne agencje) odpowiedzialnego za przygotowanie zgromadzenia akcjonariuszy, rady dyrektorów i specjalnych komitetów, sporządzanie protokołów, przechowywanie dokumentów z posiedzeń, ujawnianie informacji oraz za inne rutynowe sprawy, a także za przekazanie tych dokumentów do CSRC.

Spółki akcyjne powinny wprowadzić dyrektorów niezależnych do swoich rad dyrektorów zgodnie z regulacjami CSRC. Dyrektorzy niezależni muszą mieć podstawową wiedzę o rynku papierów wartościowych oraz znać odpo-

wiednie prawo i regulacje, a także być uczciwi i wiarygodni i mieć więcej niż pięć lat doświadczenia w pracy w pokrewnych obszarach.

Dyrektorem niezależnym nie może być osoba, która (m.in.):

- zajmuje stanowisko w spółce akcyjnej lub afiliowanej, a także jej krewni oraz znajomi;
- zajmuje stanowisko w spółce akcyjnej, posiadając lub kontrolując ponad 5% kapitałów własnych tej spółki, lub zajmuje stanowisko u któregośkolwiek z pięciu jej najważniejszych akcjonariuszy, oraz krewni i znajomi takiej osoby;
- świadczy usługi finansowe, prawne oraz doradcze spółce akcyjnej i powiązany z nią osobom, oraz krewni i znajomi takiej osoby;
- jest dyrektorem w innej spółce akcyjnej.

Kadencja dyrektora niezależnego powinna być taka sama jak innych dyrektorów, ale nie należy jej odnawiać po dwóch kolejnych okresach. Spółka akcyjna powinna przekazać CSRC odpowiednie informacje o dyrektorach niezależnych. W przypadku rezygnacji lub zwolnienia dyrektora niezależnego w trakcie trwania jego kadencji, zarówno ten dyrektor, jak i spółka akcyjna składają pisemne wyjaśnienia CSRC oraz zgromadzeniu akcjonariuszy. Niezależni dyrektorzy są uprawnieni do wykonywania następujących dodatkowych obowiązków wynikających z chińskiego Company Law i innych odpowiednich regulacji: proponowania radzie dyrektorów zwołania nadzwyczajnego zgromadzenia akcjonariuszy (jeśli rada dyrektorów sprzeciwi się tej propozycji, dyrektor może zaproponować to komitetowi nadzorującemu); proponowania posiedzeń rady dyrektorów; zatrudnienia audytora lub firmy konsultingowej dla wykonania obowiązków; wyrażania niezależnej opinii odnośnie do planu wynagradzania i motywowania dyrektorów i menedżerów spółki oraz ważniejszych transakcji afiliowanych, o których powinni złożyć raport CSRC.

Jeśli rada dyrektorów spółki akcyjnej utworzy komitet transakcji afiliowanych lub komitet wynagrodzeń menedżerów wyższego szczebla, to ich przewodniczącymi powinni zostać dyrektorzy niezależni. Dyrektorzy ci powinni przysyłać raporty z wykonanej pracy zgromadzeniu akcjonariuszy. Dyrektorzy niezależni powinni ponieść karę za nienależyte wypełnianie swoich obowiązków.

Rozdział czwarty odnosi się do nadzorujących i komitetu nadzorującego (art. 43–51). Określa, że nadzorujący spółkę akcyjną powinni posiadać odpowiednią wiedzę dla wykonywania swoich obowiązków zgodnie z prawem, regulacjami administracyjnymi i regulacjami CSRC. Dyrektorzy i menedżerowie spółki akcyjnej, ich krewni w linii prostej i ważniejsi znajomi nie powinni przyjmować stanowiska nadzorujących spółkę. Zachęca się, aby spółki akcyjne wyznaczały zewnętrznych profesjonalistów na nadzorujących.

Spółki akcyjne powinny chronić prawa nadzorujących do informacji i zapewnić im konieczne warunki dla wykonywania obowiązków. Powinny one ustanowić komitet nadzorujący, który byłby rozliczany przez zgromadzenie akcjonariuszy, zorientowany na nadzorowanie finansów przedsiębiorstwa,

wykonywania obowiązków przez dyrektorów i menedżerów w zgodności z prawem. Celowe jest sformułowanie standardowych reguł proceduralnych dla nadzorujących, które powinny być zaaprobowane przez zgromadzenie akcjonariuszy i raportowane CSRC.

Komitet nadzorujący spółki akcyjnej powinien zatrudnić głównego nadzorującego w pełnym wymiarze czasu pracy. Przewodniczy on posiedzeniom tego komitetu. Jeśli komitet ten składa się z siedmiu lub więcej nadzorujących, należy wybrać wiceprzewodniczącego, który powinien być zatrudniony w pełnym wymiarze czasu pracy i pomagać przewodniczącemu w wypełnianiu obowiązków.

Komitet nadzorujący może powołać specjalistyczną agencję, odpowiedzialną za przygotowanie jego posiedzeń, sporządzanie protokołów i przechowywanie dokumentów z posiedzeń, pomagającą nadzorującym w wypełnianiu ich obowiązków.

Komitet nadzorujący powinien odbywać co najmniej dwa posiedzenia rocznie, z których należy sporządzić protokoły. Powinny one być rzetelne, kompletne i przetrzymywane co najmniej przez piętnaście lat od czasu ich sporządzenia, podpisane przez nadzorujących uczestniczących w posiedzeniu i sporządzającego ten dokument.

Ponadto komitet nadzorujący spółki akcyjnej powinien:

- badać finanse spółki,
- nadzorować wykonywanie obowiązków przez radę dyrektorów i menedżerów,
- badać zachowania dyrektorów i menedżerów,
- wymagać od dyrektorów i menedżerów korekt zachowań, które mogą naruszać uprawnienia i interesy spółki oraz jej klientów,
- proponować zwołanie nadzwyczajnego zgromadzenia akcjonariuszy,
- organizować audyt menedżerów najwyższego szczebla odchodzących ze stanowiska,
- wykonywać inne funkcje i obowiązki określone przez prawo, reguły administracyjne i statut spółki.

Nadzorujący powinni mieć prawo poznania sytuacji operacyjnej spółki, jednakże mają obowiązek zachowania poufności danych. Spółka powinna przesłać komitetowi nadzorującemu raport z audytu wewnętrznego, raport z weryfikacji zgodności, miesięczny, kwartalny lub roczny raport finansowy i księgowy oraz szczegóły ważniejszych wydarzeń zaistniałych w danym czasie.

Rada dyrektorów powinna składać zgromadzeniu akcjonariuszy specjalne oświadczenie dotyczące stanu finansowego spółki i zgodności.

Komitet nadzorujący może zaprosić dyrektorów, menedżerów lub inne powiązane osoby na posiedzenie, celem udzielenia odpowiedzi na pytania. Komitet ten może przeprowadzać specjalne inspekcje stanu finansowego spółki i zgodności, zatrudniać zewnętrznych profesjonalistów, jeśli ich pomoc okaże się potrzebna, na koszt (rozsądny) spółki. Może on również zadawać py-

tania dyrektorom, menedżerom i innym powiązanim osobom w trakcie dokonywania ich oceny.

W przypadku naruszenia prawa, reguł administracyjnych lub statutu przez dyrektorów i menedżerów, czyli naruszenia praw i interesów spółki, akcjonariuszy lub klientów, komitet nadzorujący powinien zażądać od nich naprawienia szkody w określonym czasie. Jeśli to naruszenie będzie bardzo poważne lub dyrektorzy i menedżerowie nie będą w stanie naprawić zaistniałej sytuacji, komitet nadzorujący powinien zaproponować zwołanie zgromadzenia akcjonariuszy, jak też złożyć raport o poważnym naruszeniu prawa do CSRC. Jeśli komitet nadzorujący nie wykona swoich obowiązków w tym względzie, poniesie karę.

Postanowienia dotyczące menedżerów zawiera rozdział piąty (art. 52–61). Menedżerowie, do których odnosi się kodeks, zajmują najwyższe szczeble w spółce, nie są przewodniczącym i wiceprzewodniczącym rady dyrektorów, głównym nadzorującym lub jego zastępcą w komitecie nadzorującym. Powinni oni być profesjonalistami, gdyż brak odpowiednich kwalifikacji uniemożliwia piastowanie stanowisk menedżerskich. Spółki akcyjne powinny jasno zdefiniować w statucie strukturę i zakres uprawnień menedżerów, którzy mają być zatrudniani w otwarty i przejrzysty sposób. Powinni oni pracować w pełnym wymiarze czasu pracy, jeśli prawo, reguły administracyjne lub CSRC nie określają inaczej. Nie wolno im angażować się bezpośrednio ani pośrednio w żaden biznes konkurujący ze spółką, której służą, jak też przeprowadzać z nią żadnych transakcji powiązanych, jeśli nie dopuszcza tego statut lub zgoda zgromadzenia akcjonariuszy.

Spółka akcyjna powinna mieć generalnego menedżera, sprawującego funkcje i obowiązki zgodnie z chińskim Company Law i statutem spółki, odpowiedzialnego przed radą dyrektorów. Jeśli funkcje i obowiązki generalnego menedżera sprawuje komitet administracyjny lub komitet wykonawczy, członkowie tych komitetów powinni mieć kwalifikacje adekwatne dla pełnienia funkcji menedżerów najwyższego szczebla. Spółki akcyjne powinny ustalić reguły pracy dla generalnego menedżera, które stają się obowiązujące po ich zatwierdzeniu przez radę dyrektorów, a które dotyczą:

- warunków, procedur i uczestników posiedzenia generalnego menedżera,
- odpowiedzialności i podziału pracy generalnego menedżera oraz pozostałych menedżerów,
- uprawnień do użytkowania aktywów spółki i podpisywania kontraktów,
- systemu raportowania radzie dyrektorów i komitetowi nadzorującemu,
- innych spraw uważanych za ważne przez radę dyrektorów.

Menedżer generalny powinien raportować radzie dyrektorów lub komitetowi nadzorującemu o podpisaniu i egzekwowaniu znaczniejszych kontraktów, wykorzystaniu funduszy oraz zyskach i stratach, zgodnie z formalnymi wymogami, zapewniając autentyczność tych raportów. Menedżer generalny niesprawujący funkcji dyrektora może uczestniczyć w posiedzeniu rady dyrektorów.

Menedżerowie spółki akcyjnej powinni dobrze zdefiniować i przejrzeć ustalić strukturę organizacyjną, stworzyć i wdrożyć działania służące identyfikacji oraz ocenie różnych ryzyk, jak również całościowy system i mechanizmy kontroli wewnętrznej, dokonując jego korekt w czasie. Ponoszą oni odpowiedzialność za słabości systemu kontroli wewnętrznej i brak jego korekt.

Spółka akcyjna powinna mianować menedżerów odpowiedzialnych za wydział nadzoru zgodnie z odpowiednimi regulacjami CSRC. Nie powinni oni zarządzać innymi wydziałami, ani też otrzymywać wsparcia od innych menedżerów i wydziałów.

Mechanizmy motywacji i kontroli (art. 62–66) prezentuje rozdział szósty. Według jego zapisów spółki akcyjne powinny utworzyć skuteczne mechanizmy motywowania i kontroli menedżerów. Kontrakty zawierane z menedżerami powinny określać zakres uprawnień, sposoby oceny wyników działania, wynagrodzenia oraz powody zwolnienia, jak również uprawnienia i obowiązki obu stron oraz odpowiedzialność za złamanie postanowień kontraktu.

Plan wynagrodzeń menedżerów powinien być zatwierdzony przez radę dyrektorów, która przedkłada zgromadzeniu akcjonariuszy specjalne oświadczenie dotyczące wykonywania obowiązków, oceny wyników działania i wynagradzania menedżerów.

W przypadku złamania przez menedżerów prawa, reguł administracyjnych lub statutu spółki, naruszającego prawa i interesy spółki oraz jej klientów, rada dyrektorów i komitet nadzorujący zbadają odpowiedzialność tych menedżerów za zaistniałą sytuację. Spółka akcyjna nie powinna płacić żadnych kar ani kompensat, które obciążają dyrektorów, nadzorujących lub menedżerów osobiście.

Jeśli menedżerowie, dyrektorzy, nadzorujący lub pracownicy posiadają lub kontrolują kapitały własne spółki, to powinna to wcześniej zaaprobować CSRC, a także należy powiadomić o tym zgromadzenie akcjonariuszy.

Podstawowe zasady dotyczące relacji pomiędzy spółkami akcyjnymi i klientami (art. 67–71) przedstawia rozdział siódmy. Zgodnie z jego zaleceniami spółki akcyjne powinny obowiązkowo działać w dobrej wierze w stosunku do klientów i nie naruszać uprawnień majątkowych klientów, opcji, prawa do informacji oraz innych praw i interesów. Nie powinny one sprzeniewierzać funduszy klientów, ich majątku i depozytów. Mają one również obowiązek zachowania tajemnicy odnośnie do klientów, ujawniania informacji dotyczących działalności operacyjnej oraz dbania, aby klienci podejmujący decyzje byli dobrze poinformowani. Spółki akcyjne powinny przestrzegać prawa, publikować ryzyka obciążające ich produkty i usługi. Nie wolno im publikować fałszywych lub wprowadzających w błąd oświadczeń. Powinny one stworzyć specjalne wydziały lub stanowiska odpowiedzialne za komunikację z klientami i zajmujące się skargami klientów. Zachęca się je do publikowania rocznych, audytowanych raportów finansowych oraz innych informacji i upewnienia się, że ich zawartość jest prawdziwa i dokładna.

Rozdział ósmy, zamykający kodeks, zawiera dodatkowe przepisy (art. 73–76). Określa on, że spółki akcyjne powinny modyfikować i doskonalić swoje statuty i systemy zgodnie z Company Law oraz Securities Law of the People's Republic of China, innymi prawami, regułami administracyjnymi i Kodeksem. Zgodnie z tymi wymogami rada dyrektorów spółek akcyjnych składa raporty dotyczące corporate governance zgromadzeniu akcjonariuszy i CSRC, która powinna dokonywać oceny spółki wchodzącej na rynek i nadzoru nad jej codziennym działaniem na podstawie statusu jej corporate governance. Może też udzielać autoryzacji samodyscyplinującym się stowarzyszeniom lub agencjom pośredniczącym do dokonywania oceny corporate governance spółek giełdowych oraz odpowiedniego publikowania wyników tej oceny.

W rozdziale tym przedstawiono również definicje wybranych pojęć, którymi posługiwano się w treści kodeksu. Między innymi zdefiniowano kontrolującego oraz dyrektora zewnętrznego i niezależnego.

Kontrolujący to osoba prawna, organizacja lub osoba indywidualna, która prawnie lub rzeczywiście zdolna jest do kontrolowania akcjonariuszy spółek akcyjnych i egzekwowania uprawnień akcjonariusza. Akcjonariuszem kontrolującym jest ten, który:

- posiada i kontroluje kapitały własne spółek akcyjnych, będąc największym akcjonariuszem,
- jest w stanie wyznaczyć połowę dyrektorów w radzie spółki akcyjnej,
- jest w stanie kontrolować ją w inny sposób.

Dyrektorzy wewnętrzni to tacy, którzy zajmują jeszcze inne stanowiska w spółce, natomiast dyrektorzy zewnętrzni to ci, którzy nie zajmują innych stanowisk w spółce. Dyrektorami niezależnymi są dyrektorzy zewnętrzni, którzy nie mają żadnych relacji ze spółką akcyjną i jej akcjonariuszami, mogących utrudniać im podejmowanie obiektywnych i niezależnych sądów.

Kodeks zamyka stwierdzenie, że za jego interpretację odpowiada CSRC i wchodzi on w życie z dniem 15 stycznia 2004 roku.

Reasumując, można stwierdzić, że problematyka nadzoru korporacyjnego jest w Chinach bardzo skomplikowana. Jest to kraj, który zmuszony jest budować od podstaw model nadzoru korporacyjnego, jak też gospodarkę rynkową i warunkującą jej funkcjonowanie infrastrukturę. Nakładają się na to ograniczenia polityczne wynikające z realizacji socjalistycznych idei. Istniejący chiński system corporate governance jest wypadkową układu politycznego i wymogów gospodarki. Kompromis ten, choć niedoskonały, przynosi Chinom korzyści w postaci dynamicznego rozwoju potencjału gospodarczego, inwestycji zagranicznych oraz wzrostu rangi i znaczenia tego kraju w skali globalnej. Oprócz niuansów wyróżniających chiński model nadzoru korporacyjnego od stosowanego w innych krajach, można zauważyć istotny stopień jego konwergencji ze wzorcami stosowanymi przez kraje o rozwiniętej gospodarce rynkowej.

Istotną wadą jest dualizm nadzoru korporacyjnego, który jest znacznie lepiej rozwinięty w sferze teoretycznej niż praktycznej. Autorzy piszący na temat chińskiego corporate governance wskazują na słabości rozumienia i implementacji dobrych praktyk, wynikające z panującego systemu zarządzania gospodarką państwa i państwem, orientacji na zachowanie dominacji i kontroli państwa nad przedsiębiorstwami i innymi sferami gospodarki i życia, słabego rozwoju infrastruktury rynku kapitałowego, mentalności socjalistycznej członków rad i menedżerów, braku doświadczenia w rozwiązywaniu problemów rynkowych, słabości prawa i jego egzekwowania. Przyczyny te można mnożyć i muszą one z biegiem czasu zostać wyeliminowane, jeśli nie mają stać się poważnymi ograniczeniami dla rozwoju gospodarczego.

Należy zauważyć też sukcesy, jakie ten kraj odnosi w budowie specyficznego systemu gospodarczego i finansowego, rozwoju potencjału, co sprawia, że Chiny należą do najsilniejszych państw świata, mimo ryzyka związanego z inwestycjami podejmowanymi przez inwestorów zagranicznych w tym kraju. Te czynniki implikują budowę unikalnego systemu corporate governance, którego udoskonalanie zajmie Chińczykom jeszcze dużo czasu.

Rozdział 9

Nadzór korporacyjny w Polsce

9.1. Uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego

Położenie Polski w centrum Europy ma poważne konsekwencje w aspekcie historycznym, kulturowym, prawnym i gospodarczym dla rozwoju kraju. Wywiera też istotny wpływ na kształtowanie nadzoru korporacyjnego, którego genezy poszukiwać można w bardzo odległych czasach. Pewien rodzaj ładu gospodarczego panuje bowiem bez względu na formację społeczną i stopień rozwoju sił wytwórczych. Można różnie dzielić etapy rozwoju polskiego corporate governance, ale najprościej wyróżnić trzy podstawowe okresy. Korzeni pierwszego z nich, zakończonego wybuchem I wojny światowej, poszukiwać można w połowie XVIII wieku. Drugi etap rozwoju nadzoru korporacyjnego przypada na okres międzywojenny, czyli lata 1918–1939, a trzeci rozpoczyna się wraz z powrotem gospodarki kapitalistycznej, czyli w 1989 roku, i nadal trwa. W okresie od zakończenia II wojny światowej do 1989 roku panowała gospodarka centralnie planowana, więc nadzór w tym okresie miał zupełnie inny charakter oraz cele i z tych powodów nie będzie w niniejszym opracowaniu rozważany.

Pierwszy etap rozwoju nadzoru korporacyjnego rozpoczyna się wraz z pojawieniem się pewnych cech gospodarki kapitalistycznej, implikującej rozwój regulacji i prawa warunkujących kształtowanie nowych relacji w gospodarce. Pierwsze formalne zmiany, umożliwiające inicjację systemu kapitalistycznego, wiązać można z podejmowaniem prób sanacji kraju w drugiej połowie XVIII wieku. Powstające wówczas dokumenty, wzorowane często na osiągnięciach innych krajów, położyły podwaliny pod rozwój polskiego nadzoru korporacyjnego. Już w 1773 roku prawo sankcjonowało powstawanie spółek akcyjnych. Do osiągnięć tego okresu można zaliczyć opracowanie Kodeksu Zamoyskiego (Zbiór praw sądowych na mocy konstytucji roku 1776 przez J.W. Andrzeja Zamoyskiego ekskanclerza koronnego ułożony) w 1778 roku [Lesiński, Rozwadowski 1980]. Obejmował on przepisy z działości prawa cywilnego, karnego, procesowego, regulował także stosunki społeczno-gospodarcze. Kodeks Zamoyskiego nie został przyjęty z kilku powodów, ale jego postanowienia stały się inspiracją dla powstania Konstytucji 3 Maja.

Zręby systemu kapitalistycznego zostały wprowadzone w Księstwie Warszawskim przez Kodeks cywilny (Napoleona) z 21 marca 1804 roku, który zaczął obowiązywać od 1 maja 1808 roku. Rok później, czyli w 1809 roku, wprowadzony został francuski Kodeks handlowy⁵². Kodeksy Napoleona powstały

⁵² U podstaw Kodeksu handlowego leżą uregulowania dwóch ordonansów Ludwika XIV: o handlu z 1673 roku (tzw. Kodeks Savary'ego) i o marynarce z 1681 roku. Geneza samego

na bazie wcześniejszego prawa francuskiego, bazującego na rzymskich korzeniach [Cameron 2001]. Dokumenty te stanowiły pierwszą nowoczesną kodyfikację prawa, która nie straciła swojej aktualności aż do lat trzydziestych XX wieku, na przykład Kodeks handlowy pozostawał w mocy aż do 1934 roku. Polski system prawny kształtowany był również przez wpływy prawa niemieckiego (niemiecka koncepcja prawa handlowego, 1897), odzwierciedlane chociażby przez przyjęcie dualistycznej struktury organów spółki, a mianowicie rady nadzorczej i zarządu oraz zakresu ich kompetencji. Prawo, będące wypadkową oddziaływania prawa rzymskiego, francuskiego, niemieckiego i polskiego, a także uwarunkowania historyczne, kulturowe i gospodarcze ukształtowały cechy specyficzne polskiego systemu nadzoru korporacyjnego.

Jednym z najważniejszych osiągnięć pierwszego etapu kształtowania polskiego nadzoru korporacyjnego było utworzenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (Giełdy Kupieckiej) w dniu 12 maja 1817 roku. Początkowo obracano na niej głównie weksłami i obligacjami, obrót akcjami nabrał znaczenia dopiero w drugiej połowie XIX wieku.

Należy podkreślić, że pierwszy etap rozwoju gospodarki kapitalistycznej i systemu corporate governance na ziemiach polskich przypada na okres, kiedy nasz kraj tracić zaczął niepodległość i suwerenność (pierwszy rozbiór – 1772 rok). Przez 123 lata terytorium Polski znajdowało się pod jurysdykcją trzech zaborców, znajdujących się na różnych etapach rozwoju cywilizacyjnego i stosujących różną politykę wobec zagrabionych terytoriów. Na skutek tego, odmiennie niż w innych krajach, kreacja polskiego systemu kapitalistycznego nie była zorientowana na kształtowanie relacji pomiędzy państwem i gospodarką, ale na walkę o odzyskanie niepodległości. Jednym ze sposobów tych zmagania było nieprzestrzeganie lub tylko częściowe przestrzeganie regulacji ustanowionych przez zaborców. Takie swobodne podejście do przestrzegania nakazów (prawa) stało się w pewnym stopniu elementem kultury polskiej.

Drugi etap rozwoju nadzoru korporacyjnego przypada na lata 1918–1939. W 1918 roku Polska odzyskała niepodległość. Kraj poniósł bardzo dotkliwe straty podczas działań wojennych, na które nałożyła się paląca konieczność scalenia i zunifikowania trzech, zróżnicowanych pod względem poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego i kulturalnego, obszarów. W celu stworzenia nowoczesnego i silnego państwa niezbędne było wprowadzenie jednej waluty, ujednoczenie prawa i innych regulacji, wyrównanie poziomu rozwoju gospodarczego i różnic kulturowych oraz budowa odpowiedniej infrastruktury⁵³. Było to niezmiernie trudne i kosztowne zadanie, ale zakończone sukce-

kodeksu sięga roku 1787, kiedy to powołano komisję do przejrzenia tych aktów. Prace jej przerwał wybuch Wielkiej Rewolucji i na nowo podjęte zostały dopiero w roku 1801. Ich celem było przygotowanie projektu kodeksu handlowego. W 1806 roku Rada Stanu dokonała ostatecznej jego redakcji. Nabrał mocy obowiązującej od 1 stycznia 1808 roku jako Code de Commerce.

⁵³ Pierwsza umowa dotycząca spółki z ograniczoną odpowiedzialnością zawarta została w Niemczech w 1892 roku. W Polsce wprowadził ją dekret w 1925 roku, a następnie prezydent (1933) i Kodeks handlowy w 1934 roku.

sem w stosunkowo krótkim czasie. Do szczególnych osiągnięć tego okresu zaliczyć należy zbudowanie solidnych podstaw prawnych, również tych warunkujących rozwój przedsiębiorstw i nadzoru korporacyjnego. Zasady prawne regulujące zarządzanie i nadzorowanie spółek oraz prawo dotyczące rynku kapitałowego i upadłości opracowano i przyjęto pod koniec lat dwudziestych lub w latach trzydziestych XX wieku (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością istnieje od 1925 roku). Można w ich zapisach odnaleźć wpływy prawa i tradycji niemieckich, jak również francuskich [Lesiński, Rozwadowski 1980, s. 393–396]. Pierwszym zunifikowanym dokumentem w tym obszarze było rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 22 marca 1928 roku – Prawo o spółkach akcyjnych [Oplustil 2010, s. 112–113]. Należy zauważyć, że uchwalone prawo, przede wszystkim Kodeks handlowy z 1934 roku, było tak nowoczesne i dobrze opracowane, że funkcjonowało aż do XXI wieku, tworząc fundament kształtowania się polskiego systemu corporate governance po 1989 roku [Tamowicz, Przybyłowski 2006, s. 306–316]. Wspomniane historyczne, gospodarcze, społeczne i prawne uwarunkowania spowodowały, że Polskę należy zaliczyć do krajów rozwijających kontynentalny model nadzoru korporacyjnego.

Trzeci etap rozwoju corporate governance zaczyna się wraz z transformacją polityczną i gospodarczą następującą od 1989 roku. Rozwój nadzoru korporacyjnego, ściśle związany z rozwojem mechanizmów gospodarki rynkowej, można podzielić na dwa podokresy – na fazę formowania i fazę dojrzałości, w których zmiana systemu politycznego uruchomiła całą sekwencję zdarzeń następujących na niespotykaną dotąd skalę.

W fazie początkowej koniecznością stało się stworzenie nowego systemu prawnego oraz ram instytucjonalnych i regulacyjnych nadzoru korporacyjnego, gdyż te wówczas istniejące nie były dostosowane do nowej rzeczywistości, ani też spójne. Planowana akcesja Polski do Unii Europejskiej spowodowała konieczność dostosowania prawa polskiego do wymogów Unii Europejskiej. Ramy tych struktur warunkowały kierunki i szybkość transformacji gospodarczej. Konieczne było również stworzenie podstaw prawnych dla organizacji i funkcjonowania rynku kapitałowego, które oparto na wzorcu funkcjonującym we Francji. W dniu 29 lipca 2005 roku uchwalono trzy ustawy tworzące „konstytucję” rynku kapitałowego w Polsce, a mianowicie [Oplustil 2010, s. 281]:

- ustawę o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, regulującą organizację i tryb wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym [ustawa z 29.07.2005a];
- ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, ujmującą zasady i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie organizacji obrotu instrumentami finansowymi na rynku regulowanym, funkcjonowanie systemu depozytowo-rozliczeniowego oraz systemu rekompensat zabezpieczającego interesy inwestorów w razie niewypłacalności domu maklerskiego, zasady i warunki prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz zasady postępowania z informacjami o szczególnym charakterze, w tym z informacjami poufnymi [ustawa z 29.07.2005b];

- ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu [ustawa z 29.07.2005c].

W 1991 roku restytuowana została Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)⁵⁴, nad którą nadzór sprawowała najpierw utworzona Komisja Papierów Wartościowych, od 1997 działająca pod nazwą Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, a od 2006 roku Komisja Nadzoru Finansowego. Ważnym wydarzeniem, które istotnie zwiększyło liczbę spółek notowanych na giełdzie, było rozpoczęcie działalności przez rynek NewConnect w dniu 30 sierpnia 2007 roku, umożliwiający pozyskiwanie kapitałów przedsiębiorstwom młodym, o wysokim potencjale rozwoju. Od 9 listopada 2010 roku GPW w Warszawie stała się spółką publiczną, notowaną na giełdzie.

Giełda warszawska uważana jest za „najbardziej dojrzały i poważany rynek kapitałowy” w regionie [King 1996]. Ma ona też reputację dobrze uregulowanej, co okazało się pomocne dla pozyskania zainteresowania menedżerów zagranicznych funduszy. W wyniku prywatyzacji w 1997 roku jedna trzecia rynku należała do inwestorów zagranicznych, co miało istotne znaczenie dla jego rozwoju z uwagi na brak krajowych inwestorów instytucjonalnych.

Polski rynek kapitałowy nadal wykazywał pewne słabości i nie można było go nazwać rynkiem efektywnym. Z uwagi na ciągle jeszcze małą liczbę akcji w obrocie i słabości w zakresie nadzoru i egzekwowania rzetelności tego obrotu możliwe było dokonywanie manipulacji instrumentami finansowymi i wykorzystywanie informacji wewnętrznych, co istotnie wpływało na pomniejszenie zaufania inwestorów. Ponadto system ten przejął niektóre mechanizmy z modelu anglo-amerykańskiego, które nie są kompatybilne z modelem kontynentalnym funkcjonującym od dekad w naszym kraju, powodując brak spójności polskiego systemu.

Budowę i rozwój gospodarki rynkowej oraz rozwój nadzoru korporacyjnego warunkują nie tylko adekwatne regulacje prawne, ale również tworzenie systemu finansowego opartego na rynku oraz transformacja własnościowa.

Głównym celem prywatyzacji w Polsce było zwiększenie efektywności gospodarki, zapewnienie jej separacji od państwa oraz stworzenie warunków umożliwiających tworzenie i rozwój firm prywatnych. W pierwszym jej etapie, czyli od 1990 do 1996 roku [ustawa z 13.07.1990; ustawa z 30.08.1996; ustawa z 30.04.1993], stosowane były dwie podstawowe jej ścieżki – prywatyzacja kapitałowa (pośrednia) i prywatyzacja likwidacyjna (bezpośrednia). Wybór metody prywatyzacji zależał od wielkości przedsiębiorstwa mierzonej wartością rocznych obrotów, odpowiednimi wskaźnikami ekonomicznymi, liczbą zatrudnionych oraz zainteresowaniem ze strony polskich i zagranicznych inwestorów.

Rząd zastosował stopniowane podejście do prywatyzacji państwowych przedsiębiorstw, która przybierała różne formy – wejście dużych przedsię-

⁵⁴ Stało się to 12 kwietnia 1991 roku z inicjatywy Ministra Przekształceń Własnościowych i Ministra Finansów. Pierwsza sesja odbyła się 16 kwietnia i uczestniczyło w niej siedem biur maklerskich, notowane były akcje pięciu spółek, zaś obrót tego dnia wynosił 1990 zł.

biorstw na giełdę, sprzedaż bezpośrednia inwestorom zagranicznym i krajowym oraz powstanie Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI).

Prywatyzacja kapitałowa, stosowana w odniesieniu do dużych i średnich przedsiębiorstw, obejmowała fazę transformacji przedsiębiorstw w spółki akcyjne lub z ograniczoną odpowiedzialnością należące do skarbu państwa. Drugi etap prywatyzacji polegał na transferze akcji skomercjalizowanych spółek do sektora prywatnego. Do 75% akcji można było zaoferować inwestorom prywatnym, 20% pracownikom (zwykle na specjalnych warunkach), a resztę – 5% – zarezerwowano dla funduszu prywatyzacyjnego, z którego miały być wypłacane wszelkie roszczenia reprivatyzacyjne związane z prywatyzowanymi sektorami polskiej gospodarki. Transfer akcji do inwestorów prywatnych następował za pomocą sprzedaży bezpośredniej lub poprzez giełdę.

Druga forma prywatyzacji, poprzez likwidację, była szybsza i generalnie stosowana w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw, będących w dobrej kondycji finansowej i mających widoki na znalezienie prywatnych inwestorów. Likwidacja przedsiębiorstwa następować mogła w trzech formach: poprzez sprzedaż aktywów w przetargu, EBO – wykup pracowniczy lub MBO – wykup menedżerski, a także utworzenie joint venture. W tym przypadku powstawała nowa spółka, a aktywa likwidowanego przedsiębiorstwa były wymieniane na jej akcje.

W celu zabezpieczenia przed uzyskiwaniem niezасłużonych korzyści prywatyzowano całe sektory, a nie tylko pojedyncze przedsiębiorstwa. Przed dokonaniem prywatyzacji menedżer zarządzający tym procesem (firma inwestycyjna lub consultingowa) miał obowiązek opracowania strategii ukierunkowanej na sanację lub likwidację (części) działalności przedsiębiorstwa. W przeprowadzonych prywatyzacjach dominowała metoda likwidacyjna.

Największe zmiany w zakresie strategii menedżerskiej i inwestycyjnej wykazały polskie firmy zakupione przez inwestorów zagranicznych, drugie w kolejności były spółki zdominowane przez jednego inwestora krajowego, dokonujące dynamicznych (agresywnych) zmian w zakresie zatrudnienia i zarządzania. Najmniejsze zmiany zachodziły w firmach należących do krajowych inwestorów instytucjonalnych [Carlin, Landesmann 1997]. Słaby potencjał inwestycyjny Polaków powodował, że rola inwestorów strategicznych była kluczowa, ponieważ byli oni (zwłaszcza zagraniczni) w stanie zapewnić spółkom kapitał, nową kulturę zarządzania, zmianę nastawienia przedsiębiorstw do środowiska, nowe technologie [Mortimer 2009].

Prywatyzację masową rozpoczął program powszechnej prywatyzacji (PPP) w grudniu 1994 roku. W jego ramach 512 zróżnicowanych branżowo, średniej wielkości przedsiębiorstw państwowych, transponowano do 15 nowo utworzonych funduszy inwestycyjnych (NFI), zarejestrowanych jako spółki akcyjne. Ich celem było stworzenie własności blokowej i rdzenia inwestycyjnego dla inwestorów [Frydman, Rapaczyński 1990]. Narodowe Fundusze Inwestycyjne znalazły się na parkiecie giełdy warszawskiej w czerwcu 1997 roku,

powodując wzrost jej kapitalizacji o 30% [Phelps i in. 1993]. W celu zapewnienia pomocy menedżerskiej i technicznej spółkom należącym do NFI stworzono grupy menedżerskie zarządzające funduszami, które wybrane zostały w ramach przetargów. Składały się one z konsorcjów banków polskich i międzynarodowych oraz konsultantów. Były one zobowiązane kontraktem menedżerskim do składania sprawozdań radzie nadzorczej. Kontrakty te stwarzały finansowe zachęty do maksymalizowania wartości funduszy w długim okresie, które miały funkcjonować przez co najmniej 10 lat. Wzrost wartości funduszy można było uzyskać albo poprzez aktywne zarządzanie spółkami, w których NFI posiadały duże udziały, lub też poprzez restrukturyzację portfeli spółek. Akcje spółek mogły być sprzedawane przez menedżerów NFI bezpośrednio inwestorom strategicznym – polskim lub zagranicznym. Program powszechnej prywatyzacji zakładał też, że wiele spółek należących do NFI znajdzie się na parkiecie giełdy warszawskiej. Rady nadzorcze NFI miały obowiązek reprezentowania interesów swoich akcjonariuszy i innych NFI, pracowników oraz rządu. Przedstawiciele tych grup zasiadali w radach nadzorczych.

Każdy z NFI otrzymał 33–35 spółek akcyjnych po części na zasadzie losowania, a po części na skutek procesu selekcji trwającego od 1995 roku. Kondycja finansowa tych przedsiębiorstw była zróżnicowana, ale wszystkie odczuwały w różnym stopniu problemy wynikające z niedoinwestowania, przerostów zatrudnienia, wadliwej struktury organizacyjnej i nieadekwatności posiadanych informacji zarządczych i systemów księgowych [Haggis 1997, s. 14]. Wszystkie NFI wprowadziły obowiązujące od 1994 roku standardy polityki w zakresie rachunkowości w spółkach akcyjnych, współpracując z audytorami w celu zapewnienia ich implementacji.

Utworzenie NFI miało trzy zasadnicze zalety z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego. Po pierwsze, powstanie dużego akcjonariusza zredukowało problem *free rider* związany z koordynacją i monitorowaniem menedżerów poszczególnych spółek, powstający przy rozproszonym akcjonariacie. Po drugie, z powodu podwójnej struktury stworzonej w ramach PPP menedżerowie zarządzający NFI byli rozliczani przez rady nadzorcze, a zatem zobowiązani do realizowania interesów wszystkich grup udziałowych reprezentowanych w tym organie – pracowników, rządu i akcjonariuszy. I wreszcie, kontrola przechodziła od „wnętrza” przedsiębiorstwa na „zewnątrz”, czyli sprawowana była przez akcjonariuszy [Campbell, Jerzemowska 1998, s. 40].

Bezpośrednie włączenie profesjonalnych funduszy menedżerskich w proces prywatyzacji oraz wiązanie ich wynagrodzeń z sukcesem restrukturyzacji jest cechą specyficzną polskiego programu prywatyzacyjnego. Zwykle prywatyzacja oparta na świadectwach udziałowych wprowadza fundusze inwestycyjne jako narzędzie grupowania rozproszonych akcji. W Polsce uwzględniono instytucję monitorującą i od samego początku prywatyzacji lansowano zewnętrzny system kontroli.

W pierwszym roku funkcjonowania NFI uzyskały słabe wyniki działania. Miernikiem wyników, który można zastosować w odniesieniu do tego rodzaju funduszy zamkniętych, jest różnica pomiędzy ceną akcji NFI a wartością aktywów netto na akcję. Na światowych giełdach zwykle fundusze zamknięte notowane są z dyskontem wynoszącym około 15–20% [Giller 1997], natomiast NFI generalnie notowane były z dyskontem sięgającym 50%. Dyskonto zależy od wielu czynników, między innymi od:

- kwalifikacji menedżerów funduszy,
- dotychczasowego wzrostu wartości aktywów netto na jedną akcję funduszu,
- kosztów zarządzania funduszami,
- rozwoju mikroekonomii i rynku,
- płynności obrotu akcjami NFI.

W krajach mających rozwiniętą gospodarkę rynkową najbardziej obiektywnym miernikiem umiejętności i kwalifikacji menedżerów prywatnych funduszy są dane charakteryzujące wzrost w czasie aktywów netto przypadających na akcję. Zarządy niektórych funduszy zrobiły niewiele dla pozyskania zaufania inwestorów. Typowymi błędami w tym zakresie był brak jasnego zdefiniowania strategii oraz zakup pakietów mniejszościowych w zamienionych spółkach akcyjnych prowadzący do wzrostu ryzyka inwestycyjnego NFI. Struktura aktywów NFI nie była odpowiednia dla uzyskiwania wysokich zwrotów. Poszczególne fundusze miały w najlepszym wypadku kilka dużych spółek zdolnych do pozyskania zainteresowania potencjalnych inwestorów. Resztę podmiotów gospodarczych można było zaliczyć do średnich bądź małych, które z reguły nie mają wysokiej wartości. Restrukturyzacja często nie była warta ponoszonych na nią kosztów. Co więcej, fundusz jako taki nie posiadał większości głosów w spółce wiodącej (zaledwie 33% w większości z nich). Aktywa funduszy były często rozproszone pomiędzy dziesiątki małych udziałów w niewielkich spółkach. Efektywne zarządzanie takim portfelem jest w zasadzie niemożliwe [Campbell, Jerzemowska 1998].

Narodowe Fundusze Inwestycyjne publikowały zbyt mało informacji o najważniejszych spółkach w ich portfelach, powołując się na tajemnicę lub prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi [Giller 1997]. Przejrzystość aktywów NFI była dodatkowo zaciemniana przez inwestycje podejmowane na zewnątrz programu NFI. Te inwestycje mogły być zyskowe dla funduszu, ale jedynie ci, którzy zarządzali danym funduszem, o tym wiedzieli. Potencjalny inwestor chcący nabyć akcje określonego NFI pozbawiony był możliwości oceny inwestycji dokonywanych przez ten fundusz i możliwości oceny rzeczywistych zdolności menedżerów nim zarządzających.

Niska wartość rynkowa NFI pokazała, że wartość dodana kreowana przez ich zarządy nie uzasadniała (w opinii inwestorów) kwot wydatkowanych na ten cel. Kolejnym problemem były niskie obroty NFI, nawet dla średniej wielkości inwestorów krajowych [Giller 1997], co znacznie powiększało prawdopodobieństwo poniesienia strat na tych inwestycjach.

Rzeczywista prywatyzacja NFI nastąpiła dopiero na koniec 1998 roku, a właściciele świadectw udziałowych przekształcili się w akcjonariuszy funduszy i mogli nimi obracać [Kozarzewski 2006]. Spowodowało to wzrost zainteresowania rynkiem kapitałowym i strategiami zarządzania NIF, pokazało konieczność kontroli nad akcjami NFI oraz służyło obniżeniu kosztów zarządzania.

Efektywny nadzór korporacyjny w dużej mierze zależny był od kontroli nad menedżerami sprawowanej przez rady nadzorcze NFI. Członkowie tych rad mianowani byli przez ministerstwo z listy kandydatów, co przez niektórych autorów uważane było za „błąd genetyczny” prowadzący do konfliktu pomiędzy radą nadzorczą a zarządem funduszu [Gesell 1998].

Obszary działalności przedsiębiorstw, które należało zmodyfikować w aspekcie tworzenia efektywnego systemu nadzoru korporacyjnego w polskich przedsiębiorstwach [Jerzemska, Nogalski 2000], to zasady dobrego nadzoru korporacyjnego, rola i zadania spółek zależnych w umacnianiu nadzoru korporacyjnego; zasady dotyczące kooperacji pomiędzy spółkami zależnymi a spółką matką; tworzenie odpowiednich zasad zarządzania finansami w ramach przedsiębiorstw; stworzenie systemu audytu wewnętrznego oraz wdrażanie reguł służących poprawie jakości (przejrzystości) sprawozdawczości finansowej.

W tym okresie opublikowano też zbiór ustaw tworzących podwaliny dla rozwoju gospodarki rynkowej i nadzoru korporacyjnego [Kołodkiewicz 2000] w Polsce. Należy do niego zaliczyć ustawę z dnia 19 listopada 1999 roku – Prawo działalności gospodarczej – nazywane konstytucją polskiej gospodarki [ustawa z 19.11.1999], ustawę z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym [ustawa z 20.08.1997] oraz Kodeks spółek handlowych z 15 września 2000 roku [ustawa z 15.09.2000], które zastąpiło funkcjonujący od 1934 roku Kodeks handlowy. Należy podkreślić, że ujęte w tym kodeksie uregulowania prawne sprawdziły się w okresie ich funkcjonowania, tworząc przewagę Polski nad pozostałymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej, ponieważ bazowały na regulacjach gospodarki rynkowej. Zdaniem W.J. Katnera ten ostatni dokument stanowi najważniejszy akt ustawowy, odnoszący się do najliczniejszej i najważniejszej grupy przedsiębiorców, którzy wybrali spółkę handlową jako formę prawną wykonywania działalności gospodarczej [Katner 2000]. Są one podmiotami najpoważniejszymi, mającymi najbardziej przejrzyste przepisy, ale dość skomplikowany ustrój, strukturę osobową i kapitałową, reguły tworzenia, przekształcania i likwidacji.

Natomiast przejawem bezpośredniego wpływu prawa amerykańskiego na treść polskiego Kodeksu spółek handlowych jest wprowadzenie spółki partnerskiej. Podkreśla się, że nowe ustawy w krajach OECD uwzględniają ten rodzaj spółki, przyznając jej osobowość prawną lub tylko podmiotowość (ułamną osobowość prawną), jak to uczyniono w Polsce [Katner 2000, s. 10].

Reguły prywatyzacji nie tylko dotyczyły procesu prywatyzacji, ale także kształtowania struktur nadzorczych, w tym struktury własnościowej i orga-

nów spółek. Zakres i charakter tego wpływu zależał od zastosowanej metody prywatyzacji, co tworzyło specyfikę polskiej prywatyzacji [Kozarzewski 2007].

Cechą początkowej fazy prywatyzacji było preferowanie pracowników firmy oraz dystrybucji akcji. Wszystkie transakcje prywatyzacyjne warunkowane były uzyskaniem zgody organów prywatyzowanego przedsiębiorstwa państwowego i inwestorów instytucjonalnych zaakceptowanych przez Ministerstwo Przekształceń Własnościowych. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 1996 roku [ustawa z 30.08.1996] wprowadziła istotne zmiany i ograniczenia w stosowaniu prywatyzacji bezpośredniej oraz roli pracowników i zarządzających (wnętrza) przedsiębiorstwa w procesie transformacji własnościowej. Ustalono limity dotyczące wielkości przedsiębiorstwa (liczba zatrudnionych, wartości aktywów i obrotu); inwestorzy zewnętrzni uzyskali możliwość podejmowania inicjatyw prywatyzacyjnych bez zgody pracowników firmy, co najmniej 20% akcji spółki powinno być w rękach inwestorów zewnętrznych, zwiększono możliwości partycypacji osób prawnych.

W Polsce udało się zbudować dobry system prawny w odniesieniu do nadzoru korporacyjnego – precyzyjne regulacje rynku kapitałowego, ustawa o rachunkowości i kodeks spółek handlowych. Polski system nadzoru korporacyjnego uznawany jest za jeden z najskuteczniejszych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, wymaga on jednak dalszych usprawnień.

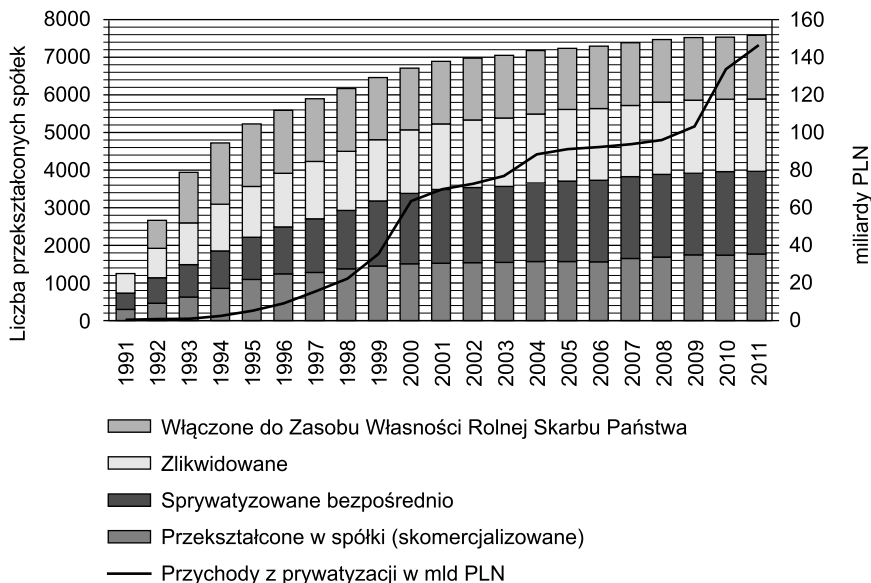
Od początku transformacji władze polskie skupiały się na tworzeniu solidnego systemu prawnego, skutecznym egzekwowaniu prawa oraz odpowiednim rozwoju rynku kapitałowego. Z tego powodu przedsiębiorstwa zmuszone były funkcjonować w bardzo dynamicznym otoczeniu.

Od 2004 roku Polska jest członkiem UE i dąży do dostosowania prawa oraz regulacji do wymogów i rekomendacji formułowanych przez tę organizację. Jeśli chodzi o teorię, to podstawy regulacyjne polskiego corporate governance można uznać za dobre, rozwiązania dotyczące ujawniania informacji i ich przejrzystość są adekwatne i chronią przed łamaniem prawa. Powstały pewne wewnętrzne i zewnętrzne mechanizmy nadzorcze pomniejszające trudności wynikające z pokus nadużycia (*moral hazard*) i negatywnej selekcji (*adverse selection*).

Prywatyzację zakończono w odniesieniu do 67% spółek należących do Skarbu Państwa, a w 2005 spółki kontrolowane przez państwo nadal tworzyły około 25% PKB [Błaszczuk 2005]. Ministerstwo Skarbu raportuje, że w okresie od 1 sierpnia 1990 do 31 grudnia 2012 roku skomercjalizowano 1753 przedsiębiorstw państwowych (29,2%) z ogólnej liczby 5995 podlegających transformacji, 38,5% z nich sprywatyzowano metodą bezpośrednią, a 32,3% zostało zlikwidowanych z powodu złej kondycji finansowej [Raporty MSP 2013a].

Na koniec 2012 roku było 196 spółek, w których Skarb Państwa był jedynym akcjonariuszem, 23 przedsiębiorstwa państwowe, 50 spółek z udziałem większościowym państwa i 467 spółek, w których Skarb Państwa był akcjonariuszem mniejszościowym [Raporty MSP 2013b].

Proces transformacji własnościowej przedsiębiorstw państwowych w Polsce w latach 1991–2011 prezentuje rysunek 8.



Rysunek 8. Proces transformacji własnościowej przedsiębiorstw państwowych w Polsce (skumulowany)

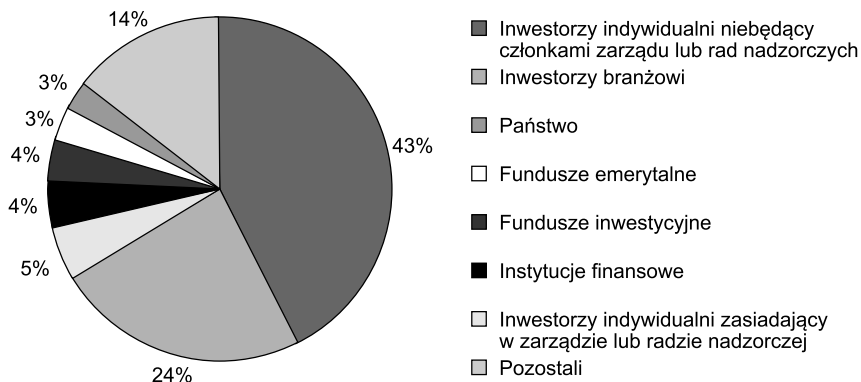
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych [GUS i MSP 2013].

Na początku procesu prywatyzacji większość pierwotnych publicznych emisji (IPO) powodowała rozdrobnienie własności akcji pomiędzy obywatelami. Dalsze etapy procesu prywatyzacji ujmowały już pakiety akcji dla inwestorów strategicznych, co z kolei prowadziło do dużej koncentracji własności. W roku 2000 mediana własności największych udziałów dochodziła do 45,8% praw głosu, wykazując tendencję do wzrostu, w porównaniu do 18% praw głosu na początku lat dziewięćdziesiątych [Tamowicz, Przybyłowski 2006]. W latach 2004–2008 relacje te nie zmieniły się i największy akcjonariusz nadal posiadał średnio 41% akcji, a średni skumulowany udział trzech największych akcjonariuszy stanowił 59%. Struktura własności nie uległa zasadniczym zmianom od tego czasu. Badania własne przeprowadzone pod koniec 2012 roku, dotyczące 256 polskich spółek należących do Indeksu WIG, pokazały, że przeciętny udział we własności największego akcjonariusza wynosił 42%, a średni skumulowany udział trzech największych akcjonariuszy wynosił 54%. Stwierdzono również, że 59% analizowanych spółek miało akcjonariusza większościowego (ponad 50% akcji) i tylko 17% spółek nie miało akcjonariusza dominującego, który posiadałby co najmniej 20% udziału we własności. Przeciętna liczba akcji w obrocie wynosiła 35%.

Jak wspomniano wcześniej, w roku 1999 w wyniku reformy emerytalnej na rynku kapitałowym pojawiły się fundusze emerytalne. Każdego miesiąca

otrzymują one istotną wartość kapitałów, przy ograniczeniach związanych z inwestowaniem ich na rynkach zagranicznych zmuszone są inwestować je w spółki krajowe. Kapitalizacja rynkowa i płynność GPW w Warszawie nie oferuje wielu możliwości wyboru. Wycofanie się dużego akcjonariusza ma istotny wpływ na ceny akcji, więc fundusze emerytalne, wcześniej czy później, będą musiały prowadzić aktywną analizę swoich spółek portfelowych [Voronka, Bohl 2005]. Menedżerowie funduszy inwestycyjnych w Polsce wykazują zachowania stadne, polegające na wzajemnym kopiowaniu decyzji inwestycyjnych, a nie na opracowywaniu własnych strategii działania [Campbell, Jerzemowska 2009]. Nasze badania przeprowadzone na 256 polskich spółkach należących do indeksu WIG pokazały, że na koniec 2012 roku OFE zaangażowane były w 44% tych spółek. Co więcej, w 4% z nich OFE były największym akcjonariuszem, w 23% z nich drugim, a w 21% przypadków trzecim w kolejności największym akcjonariuszem.

Wśród akcjonariuszy posiadających największe udziały we własności najbardziej liczną grupę (43%) stanowili inwestorzy indywidualni, którzy byli również członkami organów statutowych. Drugą co do wielkości grupę stanowili inwestorzy branżowi (24%). Państwo było największym akcjonariuszem jedynie w 5% tych spółek. Strukturę własności badanych spółek prezentuje rysunek 9.



Rysunek 9. Struktura własności w 256 polskich spółkach należących do Indeksu WIG (grudzień 2012)

Źródło: Badania własne.

Struktura własności i kontroli polskich spółek publicznych jest typowa dla modelu kontynentalnego nadzoru korporacyjnego [Oplustil 2010, s. 289–293]. Z powodu koncentracji własności polski system corporate governance powinien zwracać większą uwagę na ochronę akcjonariuszy mniejszościowych (problem agencyjny typu II) niż na oportunistyczne zachowania menedżerów (problem agencji typu I) [Berglöf, Pajuste 2003]. W rzeczywistości oba problemy są istotne dla polskiego rynku i powinny podlegać wnikliwym badaniom i kontroli.

9.2. Charakterystyka polskiego nadzoru korporacyjnego

Wybór właściwego dla Polski modelu nadzoru korporacyjnego nie był łatwym zadaniem. Uwarunkowania społeczne i polityczne były bardzo istotne w tym względzie – model nadzoru korporacyjnego miał służyć transformacji, będąc jednocześnie częścią nowego systemu politycznego, społecznego i gospodarczego.

Model anglo-amerykański oraz model kontynentalno-japoński odzwierciedlają różne filozofie nadzoru korporacyjnego, szczególnie w odniesieniu do mechanizmów kontrolnych korporacji oraz misji korporacji. Model kontynentalny był odpowiedniejszy dla Polski (również dla innych krajów postkomunistycznych) z kilku powodów.

Polskie spółki zaimplementowały niemiecki model już w latach trzydziestych XX wieku [Jeżak 2010, s. 189]. W sytuacji braku lub bardzo niskiej efektywności kontroli zewnętrznej skuteczność nadzoru wewnętrznego stała się niezmiernie istotna. Anglo-amerykańska koncepcja wartości dla akcjonariuszy była odpowiednia dla idei masowej prywatyzacji. Politycy pozostawali pod silną intelektualną presją amerykańskich i angielskich teorii bazujących na wprowadzeniu relacji i instytucji rynkowych. Polska legislacja umożliwiała rozwój pewnych elementów tego modelu, np. solidne i przejrzyste regulacje organizacji rynku kapitałowego i kreowanie warunków dla jego rozwoju (pierwsza publiczna oferta prywatyzowanych spółek, wprowadzanie nowych uczestników na rynek kapitałowy).

Model kontynentalny miał jednakże bardziej partycypacyjny charakter, odpowiedniejszy dla zwolenników zarządzania spółkami przez pracowników. Prywatyzowane przedsiębiorstwa prezentowały ciągłość (ekonomiczną, organizacyjną, społeczną) przedsiębiorstw państwowych. Prawdziwym zagrożeniem było powstrzymanie zmian w nich zachodzących (wewnętrzne status quo) przez mających duże uprawnienia pracowników przedsiębiorstwa. Z tego względu wprowadzano silną kontrolę właścicielską w odniesieniu do interesów wewnętrznych grup. W tych warunkach model kontynentalny okazał się lepszym rozwiązaniem [Jarosz, Kozarzewski 2002, s. 11–13].

Można powiedzieć, że polski model nadzoru korporacyjnego, do pewnego stopnia, jest rezultatem konwergencji dwóch podstawowych systemów corporate governance. Jego cechą specyficzną jest stosunkowo krótki okres jego funkcjonowania.

Podstawowym celem polskich reform było stworzenie efektywnych mechanizmów corporate governance, które byłyby pomocne przy rozwiązywaniu problemów nadzorczych, eliminowaniu problemów utrudniających te działania, jak też służyłyby wzrostowi efektywności i produktywności sektora produkcyjnego [Kozarzewski 2007] oraz znalezieniu nowych, stabilnych i solidnych finansowo inwestorów mających długookresowe cele inwestycyjne [Mortimer 2009].

W polskiej praktyce zewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego, podobnie jak i w wielu innych krajach, nie są na tyle silne, aby zapewnić

właściwe i efektywne zachowania spółek. Z tego powodu mechanizmy wewnętrzne stają się niezmiernie ważne.

Polskie spółki mają dwupoziomową strukturę zarządczą, składającą się z zarządu i rady nadzorczej nominowanej przez walne zgromadzenie. Separacja funkcji zarządczych i nadzorczych stanowi podstawową cechę różnicującą oba podstawowe systemy nadzoru korporacyjnego [Cejmer i in. 2006, s. 332]. Kodeks spółek handlowych (KSH) precyzyjnie określa obowiązki i uprawnienia organów spółki [ustawa z 15.09.2000]. Zarówno zarządzający, jak i nadzorujący mają obowiązek lojalności wobec spółki, ich obowiązki w stosunku do jej akcjonariuszy są drugorzędne w relacji do niej [Oplustil 2010, s. 171–181].

Zarząd, składający się z jednego lub większej liczby członków powołanych przez radę nadzorczą (art. 368 § 2 i § 4), kieruje bieżącą działalnością spółki i reprezentuje ją na zewnątrz (art. 368 § 1). Do jego kompetencji należą wszelkie uprawnienia, które według KSH lub statutu spółki nie stanowią uprawnień innych organów (zasada domniemania kompetencji zarządu). Okres sprawowania funkcji przez członka zarządu nie może być dłuższy niż pięć lat (kadencja) (art. 369 § 1). Zgodnie z art. 483 § 1 członek zarządu, rady nadzorczej oraz likwidator odpowiada wobec spółki za szkodę wyrządzoną działaniem lub zaniechaniem sprzecznym z prawem lub postanowieniami statutu spółki, a przy wykonywaniu swoich obowiązków (art. 483 § 2) powinien dołożyć staranności wynikającej z zawodowego charakteru swojej działalności.

Nasze badania wykazały, że przeciętnie zarządy spółek notowanych na giełdzie składają się z trzech członków. Średnia ta jest kompatybilna z medianą, co oznacza, że połowa tych spółek jest zarządzana przez zarządy liczące trzech lub więcej członków. Kobiety stanowiły średnio 9% członków zarządu, natomiast obcokrajowcy zaledwie 4%. Regulacje twarde i miękkie nakładają na ten organ pewne obowiązki.

Kodeks dobrych praktyk (KDP) zaleca zarządowi tworzenie (pkt II.1) strony internetowej spółki, również w języku angielskim (pkt II.2), prezentującej wszystkie dokumenty spółki, których ujawnienia wymaga prawo, oraz tych, które chce dobrowolnie ujawnić.

Zarząd powinien poinformować (pkt II art. 1 § 1–14) o wszystkich ważnych wydarzeniach korporacyjnych, takich jak wypłata dywidendy, utrata lub pozyskanie uprawnień przez akcjonariuszy, informacja o programach motywacyjnych i kosztach ich wprowadzenia, procedury dotyczące wymiany audytora lub ich brak, oświadczenie o zgodności w obszarze nadzoru korporacyjnego.

Zarząd posiada dużą swobodę w zakresie kształtowania codziennej działalności operacyjnej, gdyż ani rada nadzorcza, ani walne zgromadzenie nie mogą wydawać mu wiążących poleceń. Jego pozycja wzmocniona została przez znowelizowany KSH. W konsekwencji zarządy są nadal najbardziej wpływowymi organami w specyficznym polskim modelu nadzoru korporacyjnego, nazywanym Vistula model [Kozarzewski 2003].

W Polsce rada nadzorcza musi być utworzona w spółkach akcyjnych (art. 381 KSH) i w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością (art. 163 pkt 4 KSH). Rada nadzorcza składa się z co najmniej trzech członków (pięciu w spółkach publicznych) wybranych przez walne zgromadzenie większością głosów.

Nasze badania pozwoliły stwierdzić, że rady nadzorcze w Polsce średnio mają sześciu członków lub mniej, co oznacza, że ich liczebność przewyższa wymogi ustawowe. Stwierdziłyśmy, że 75% rad nadzorczych składa się z mniej niż sześciu członków, a 10% z nich ma ośmiu członków lub więcej. Średnio 12% ich składu stanowią kobiety, natomiast 9% ich członków to obcokrajowcy.

Badanie firmy Deloitte [2012] pokazało, że 1/5 rad nadzorczych nie ma dyrektora niezależnego, podczas gdy w 2007 roku była to 1/3. Jedynie w 1/5 rad zasiadają reprezentanci pracowników spółki. Wiek większości członków rad nadzorczych badanych spółek to 50 lub więcej lat, najstarszy członek rady skończył 76 lat, natomiast najmłodszy miał 25 lat.

Prawo nie zapewnia wysokiej pozycji radom nadzorczym, pozostawiając w tym obszarze wiele swobody zapisom statutów spółek. Polski Kodeks spółek handlowych nie precyzuje specjalnych wymogów pod adresem członków rad nadzorczych w zakresie kwalifikacji, wiedzy czy doświadczenia. Muszą oni jedynie być w pełni zdolni do podejmowania czynności prawnych (art. 18). Formalne wymagania formułowane są pod adresem członków rad nadzorczych spółek z kapitałem należącym do Skarbu Państwa lub władz lokalnych [Oplustil 2010, s. 425].

Prawo miękkie (KDP) formułuje wymogi dotyczące zdolności osobistych członków rad nadzorczych, posiadania adekwatnej wiedzy i doświadczenia, poświęcenia odpowiedniej ilości czasu na wykonywanie swoich obowiązków. Powinni oni mieć dostateczne kompetencje w różnych obszarach wiedzy, których suma powinna być odpowiednia dla nadzoru oraz skali i charakteru działalności spółki. Wiedza dotycząca prawa, ekonomii i sektora działania spółki powinna pozwalać każdemu członkowi rady na podejmowanie decyzji niezależnych i opartych na wiedzy. Siły rady nadzorczej w spółce powinny być odpowiednio skorelowane w celu realizacji potrzeb formułowanych pod adresem nadzoru korporacyjnego [Hilb 2006].

Firma Deloitte wykazała [2012], że większość członków rad nadzorczych to ekonomiści lub prawnicy, 38% rad nadzorczych ma w swoim składzie księgowego lub audytora (wymóg prawny wynikający z art. 86 pkt 4 ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie [ustawa z 7.05.2009]). Członkowie rad nadzorczych posiadają odpowiednie doświadczenie, ponieważ 51% z nich zasiada w radzie przez 2–3 lata, 15% przez więcej niż 3 lata i tylko 13% przez okres poniżej roku.

Każdy nowy członek rady nadzorczej ma prawo (rekomendacja UE z 15 lutego 2005 (2005/162/WE) do indywidualnego szkolenia. Każdego roku rada nadzorcza powinna decydować, w jakich obszarach jej członkowie powinni uaktualniać swoje kwalifikacje i wiedzę.

Obowiązkiem rady nadzorczej jest sprawowanie (art. 382 § 1, 3 i 4 KSH) stałego nadzoru nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności. Wykonuje ona, podobnie jak zarząd, swoje obowiązki kolegialnie. Do jej szczególnych obowiązków należy ocena sprawozdań w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym, oraz wniosków zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty, a także składanie walnemu zgromadzeniu corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny. W celu wykonania swoich obowiązków rada nadzorcza może badać wszystkie dokumenty spółki, żądać od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywać rewizji stanu majątku spółki. Nie ma natomiast uprawnień do wydawania wiążących poleceń zarządowi.

Do kompetencji rady nadzorczej (art. 383 § 1 KSH) należy również zawieszanie w czynnościach, z ważnych powodów, poszczególnych lub wszystkich członków zarządu oraz delegowanie członków rady nadzorczej, na okres nie dłuższy niż trzy miesiące, do czasowego wykonywania czynności członków zarządu, którzy zostali odwołani, złożyli rezygnację albo z innych przyczyn nie mogą sprawować swoich czynności.

Formalnie rada nadzorcza ma szerokie uprawnienia. Będąc kluczowym ogniwem w systemie nadzoru korporacyjnego, pełni ona funkcje controlingowe, doradcze, personalne, współdecyduje o sprawach spółki i reprezentuje interesy różnych grup jej akcjonariuszy i interesariuszy [Oplustil 2010, s. 386]. Ponadto przeciwdziałać powinna oportunistom ze strony menedżerów.

Zgodnie z kodeksem dobrych praktyk obowiązującym na GPW (pkt III.1), rada nadzorcza jest zobligowana do oceny sytuacji finansowej spółki, systemu kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem. Jest zobligowana do opiniowania problemów, które będą rozważane podczas walnego zgromadzenia. Wyniki i konkluzje takich kontroli powinny być zaprezentowane walnemu zgromadzeniu w formie pisemnego raportu. Rada nadzorcza powinna (pkt III.1.1) przygotować i przedstawić akcjonariuszom raport zawierający samoocenę oraz ocenę pracy jej komitetów.

Spółki publiczne mają obowiązek utworzenia komitetu audytu (art. 86 pkt 1 ustawy o biegłych rewidentach), w którego skład wchodzić powinien co najmniej jeden ekspert z zakresu rachunkowości (mniejsze rady, liczące mniej niż pięciu członków, są komitetem audytu). Firma Deloitte stwierdziła, że w 2012 roku tylko 66% rad nadzorczych spółek giełdowych utworzyło komitet audytu. Jego brak w 33% spółek publicznych nie został przez nie wyjaśniony, chociaż 34% respondentów określiło to jako poważny czynnik ryzyka.

Do najważniejszych obowiązków komitetu audytu należy zaliczyć (art. 86 ust. 7 ustawy o biegłych rewidentach) monitorowanie procesu sprawozdawczości finansowej oraz skuteczności systemów kontroli wewnętrznej i audytu wewnętrznego, zarządzanie ryzykiem, monitorowanie procesu audytu oraz sprawdzanie niezależności audytora i spółki audytorskiej. Komitet audytu rekomenduje firmę audytorską. Powinna ona powiadamiać go w formie

pisemnej o istotnych sprawach dotyczących audytu, szczególnie o nieprawidłowościach systemu kontroli wewnętrznej odnoszących się do sprawozdawczości finansowej.

Raport przygotowany przez firmę Deloitte [2012] ujawnił, że 36% rad nadzorczych (komitetów audytu) analizuje ryzyko biznesowe i operacyjne, ale 9% stwierdziło, że tego nie robi, uważając, iż należy to do obowiązków zarządu. Ponadto 52% zbadanych rad nadzorczych dokonuje corocznej analizy systemu kontroli wewnętrznej, a 2% rad jej nie przeprowadza.

Rola rady nadzorczej została zwiększona przez powierzenie jej prawa ustalania wynagrodzenia członków zarządu (jeśli statut spółki nie określa inaczej). Ma też uprawnienia do sugerowania udziału członków zarządu w podziale zysku spółki za miniony rok obrotowy. Według badań firmy Deloitte 34% rad nadzorczych dobrowolnie ustanowiło komitety wynagrodzeń lub nominacji, a 21% rad ustanowiło inne komitety, np. komitet nadzoru korporacyjnego.

Dyrektorzy niezależni stanowią przeciwwagę dla siły zarządzających, szczególnie w systemie anglo-amerykańskim. W modelu kontynentalnym (w Polsce) udział dyrektorów niezależnych w radzie nadzorczej powinien chronić przed utożsamianiem interesu akcjonariusza większościowego z interesem spółki, kreować równowagę pomiędzy różnymi grupami akcjonariuszy i zabezpieczać obiektywność w wypełnianiu obowiązków przez jej członków. Instytucja niezależnych członków rady spotkała się z międzynarodową akceptacją i zyskała rangę standardu służącego poprawie nadzoru korporacyjnego [Oplustil 2010, s. 433].

Polski kodeks dobrych praktyk (III.6) wymaga, aby co najmniej dwóch członków rady nadzorczej było niezależnych. Kryteria niezależności zostały skopiowane z rekomendacji UE z dnia 15 lutego 2005 (2005/162/EC). Poszerzone one zostały o zapis, że pracownicy spółki lub spółek afiliowanych bądź zależnych, a także inwestor posiadający 5% lub więcej głosów na walnym zgromadzeniu, nie spełniają kryteriów niezależności. Dla rad nadzorczych, mających więcej niż czterech członków, zmiana wymogów z „co najmniej połowa członków rady nadzorczej musi być niezależna” na „co najmniej dwóch członków rady nadzorczej musi być niezależnych” prowadzi do pomniejszenia niezależności tego organu.

Wspomniano wcześniej, że występowały istotne różnice pomiędzy systemem nadzoru korporacyjnego w zależności od tego, czy spółka powstała w sektorze państwowym, czy prywatnym. Na przykład prawo w obu tych przypadkach ma różny wpływ na kształtowanie struktury rady nadzorczej. Legislacja dotycząca przedsiębiorstw państwowych wymaga reprezentacji pracowników w radzie nadzorczej (interesy grup wewnętrznych) w prywatyzowanych spółkach⁵⁵. Natomiast nie ma żadnych wymogów dotyczących

⁵⁵ W prywatyzacji pośredniej, kiedy pracownikom wcześniejszych przedsiębiorstw państwowych i niektórym grupom dostawców przyznawano darmowe akcje, pracownicy mają prawo wyznaczenia 40% członków rady nadzorczej tak długo, jak długo Skarb Państwa będzie pozostawał jedynym właścicielem spółki. W spółkach prywatyzowanych przez ko-

reprezentacji pracowników w radach nadzorczych w postanowieniach Kodeksu spółek handlowych⁵⁶. W Polsce stworzono dychotomię wymogów – inne regulacje dotyczą spółek publicznych a inne spółek, których właścicielem (w całości lub części) jest państwo.

Podsumowując, w literaturze podkreśla się słabą rolę rady nadzorczej w polskim systemie nadzoru korporacyjnego, jednakże analizy przeprowadzane w ostatnich latach dotyczące uprawnień i obowiązków tego organu spółki pokazują powiększanie się jego odpowiedzialności oraz jego członków. Należy zauważyć, że w polskich spółkach stwierdza się zróżnicowanie kontrolnej roli rad nadzorczych [Rudolf 2006, s. 284–356].

Z kolei walne zgromadzenie jest organem konstytutywnym i to zarówno na etapie zakładania, jak i funkcjonowania spółki. Decyduje ono o najważniejszych jej sprawach i ma bardzo szerokie kompetencje. Uchwały walnego zgromadzenia wymaga m.in. (art. 393 KSH):

- 1) rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy oraz udzielenie absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków;
- 2) postanowienie dotyczące roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej przy zawiązaniu spółki lub sprawowaniu zarządu albo nadzoru;
- 3) zbycie i wydzierżawienie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienie na nich ograniczonego prawa rzeczowego;
- 4) nabycie i zbycie nieruchomości, użytkowania wieczystego lub udziału w nieruchomości, chyba że statut stanowi inaczej;
- 5) emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa i emisja warrantów subskrypcyjnych;
- 6) nabycie własnych akcji;
- 7) zawarcie umowy.

Walne zgromadzenie udziela absolutorium członkom rady nadzorczej i zarządu, co szczególnie podkreśla jego dominującą rolę w spółce. Jego uchwały podlegają kontroli sądowej. Każda uchwała naruszająca prawo, statut spółki, dobre obyczaje czy interes spółki lub jej akcjonariuszy może być skarżona i w konsekwencji uchylona.

Niektórzy autorzy podnoszą kwestie związane z zachowaniem modelu dualistycznego w naszym kraju. Według J. Jeżaka podstawowe znaczenie dla efektywności działania ma układ władzy w spółkach. Obowiązujący w Polsce system dualistyczny traci na znaczeniu, a w Europie można zauważyć zjawiska konwergencji systemów monistycznego i dualistycznego [Jeżak 2010, s. 194–195]. Podobnie, A.S. Nartowski uważa, że nie ma sensu trwanie przy

mercjalizację i zatrudniających powyżej 500 osób pracownicy mianują jednego członka rady nadzorczej.

⁵⁶ Badania pokazują, że w wielu sprywatyzowanych spółkach akcjonariusze (przede wszystkim menedżerowie i pracownicy) są reprezentowani w radzie w rezultacie polityki personalnej prowadzonej przez kluczowego akcjonariusza.

rozdziale funkcji zarządczych i nadzorczych, którego przewagi nie są widoczne i jest on coraz wyraźniej krytykowany [Nartowski 2002]. Jest to wniosek, który zostanie uwzględniony przy ocenie polskiego nadzoru korporacyjnego w dalszych rozważaniach.

9.3. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Polsce

Polski nadzór korporacyjny kształtują regulacje twarde – sankcjonowane przez państwo – oraz miękkie, tj. kodeksy dobrych praktyk i inne zasady [Chojecka 2013].

Do prawa twardego, mającego istotne znaczenie dla nadzoru korporacyjnego, należą przepisy powszechnie obowiązującego prawa, w szczególności ustawa z dnia 15 września 2000 roku – Kodeks spółek handlowych. Do tych aktów prawnych należą również regulacje dotyczące funkcjonowania rynku kapitałowego, a mianowicie:

- ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku (t.j. Dz. U. z 2014 r., poz. 94 z późn. zm.) o obrocie instrumentami finansowymi;
- ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku (t.j. Dz. U. z 2013 r., poz. 1382) o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych;
- ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku (t.j. Dz. U. z 2012 r., poz. 1149 z późn. zm.) o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

Istotny wpływ na kształt nadzoru korporacyjnego wywierają również zapisy ustawy o rachunkowości i ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie. Największe znaczenie odgrywa jednak Kodeks spółek handlowych, dążący do formalnego zapewnienia udziałowcom równego traktowania, zawierający przepisy o ochronie kapitału spółek kapitałowych, których zadaniem jest ochrona interesu wierzycieli wobec ograniczenia odpowiedzialności wspólników za zobowiązania spółki kosztem interesu akcjonariuszy [Aluchna 2009, s. 208].

Zasady dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego należą do tzw. prawa miękkiego⁵⁷. Polskie kodeksy znajdujące się na liście European Corporate Governance Institute (ECGI) przedstawia tabela 20. Wynika z niej, że Polska aktywnie pracuje nad doskonaleniem jakości nadzoru korporacyjnego. Dotychczas (według ECGI) opublikowano sześć dokumentów, w tym dwa po wybuchu kryzysu finansowego. Kodeksy dobrych praktyk znalazły szerokie odzwierciedlenie w licznych publikacjach. W niniejszym opracowaniu uwaga zostanie skupiona na polskich dobrych praktykach opracowanych w następstwie słabości nadzoru korporacyjnego wykazanych przez globalny kryzys finansowy. Pokazują one reakcję polskiej giełdy na kryzys finansowy i wskazu-

⁵⁷ Analizując wymogi stawiane spółkom notowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w zakresie nadzoru korporacyjnego, pominięto przedsiębiorstwa należące do państwa, które mają odrębne regulacje nadzoru korporacyjnego.

ją, jakie instrumenty służące ograniczeniu ryzyka na rynku kapitałowym należy stosować.

Tabela 20. Polskie kodeksy dobrych praktyk na liście ECGI

Nazwa kodeksu	Data publikacji
Kodeks nadzoru korporacyjnego dla spółek publicznych (Kodeks Gdański)	15.06.2002
Dobre praktyki w spółkach publicznych 2002	4.07.2002
Dobre praktyki spółek publicznych 2005	29.10.2004
Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW	4.07.2007
Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW	19.05.2010
Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW	21.11.2012

Źródło: [ECGN].

W 2002 roku Polska dołączyła do licznej grupy krajów, które przyjęły kodeksy dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Zobligowana była do tego członkostwem w OECD, a także traktowaniem przestrzegania tych zasad jako ważnego kryterium oceny rynków i systemów finansowych przez tak ważne instytucje międzynarodowe, jak Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Ponadto opracowano je z zamiarem stworzenia prężnego rynku kapitałowego, zdolnego do generowania i absorpcji kapitałów zagranicznych.

W dokumencie tym przyjęto zasadę *comply or explain* [Cadbury 1992]. Oznaczało to, że to spółki powinny udowodnić, że przestrzegają dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego oraz raportować odnośnie tych, których nie przestrzegają.

Dobre praktyki dotyczą dziedzin, w których ich stosowanie może wpływać dodatnio na rynkową wycenę spółek, a przez to obniżać koszt pozyskania przez nie kapitału [Nartowski 2008]. Są one również zbiorem zasad ładu korporacyjnego oraz zasad określających normy kształtowania relacji przedsiębiorstw giełdowych z ich otoczeniem rynkowym, mogą być też ważnym instrumentem wzmacniającym konkurencyjność rynku: „... nacisk został położony nie na procedury wewnątrz spółki, lecz na otwartość spółek wobec rynku, ich przejrzystość i komunikację z inwestorami i analitykami” [Dobre Praktyki 2007]. Stwierdzenie to odzwierciedla poważne oczekiwania w stosunku do regulacji nadzoru korporacyjnego.

Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przewiduje sankcje dla tych spółek publicznych, które w określonym terminie i formie nie wywiążą się z obowiązku przekazania sprawozdania dotyczącego stosowania dobrych praktyk (R. XVIII).

Mimo iż polskie dobre praktyki w większości wdrażane są w oparciu o zasadę *comply or explain*, spółki zobligowane są do opublikowania raportu o nieprzebrzeganiu (jednej, kilku, wszystkich) zasad dobrych praktyk w trybie raportów bieżących [rozporządzenie MF z 13.02.2006]. Ich ideą jest jak

najszybsze informowanie rynku o zaistniałej sytuacji. Natomiast wszystkie spółki giełdowe na podstawie par. 29 ust. 5 Regulaminu Giełdy są zobligowane do sporządzania raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego w spółce⁵⁸ [Nartowski 2008]. Oświadczenia te są dołączane do raportu rocznego w ramach wymaganego przepisami prawa [ustawa o rachunkowości 1994; ustawa o obrocie 2005; rozporządzenie MF z 19.02.2009] sprawozdania zarządu z działalności spółki. Spółki mogą zamieszczać w nim informacje dotyczące swoich osiągnięć w zakresie nadzoru korporacyjnego. Jego minimalna zawartość jest określona zarówno przez Regulamin Giełdy, jak i regulacje twarde. Wymogi te formułują też ustawa o rachunkowości (ustawa z 29.09.1994), ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [ustawa z 29.07.2005c], czy rozporządzenie Ministra Finansów [rozporządzenie MF z 19.02.2009], a zatem informacje te będzie można znaleźć w raporcie rocznym spółki. Można zauważyć, że zakres publikowanych informacji ulega stopniowemu pomniejszaniu. Sytuacja w tym zakresie pokazuje proces przechodzenia coraz większego zakresu dobrych praktyk, czyli wymogów miękkich do prawa, stając się wymogami obligatoryjnymi. Jest to sprzeczne z koncepcją nadzoru korporacyjnego lansowanego od 1992 roku przez A. Cadbury'ego i model brytyjski.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie na swojej stronie internetowej zamieściła wzór oświadczenia o przestrzeganiu dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, które spółki zobligowane są przedstawiać, oraz określiła następująco minimalną zawartość raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego, który emitent zobowiązany jest zamieścić [uchwała Nr 1013/2007 Zarządu GPW]:

- wskazanie zasad ładu korporacyjnego, które nie były przez emitenta stosowane, wraz ze wskazaniem, jakie były okoliczności i przyczyny niezastosowania danej zasady oraz w jaki sposób spółka zamierza usunąć ewentualne skutki niezastosowania danej zasady lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko niezastosowania danej zasady w przyszłości;
- opis sposobu działania walnego zgromadzenia i jego zasadniczych uprawnień oraz praw akcjonariuszy i sposobu ich wykonywania;
- skład osobowy i zasady działania organów zarządzających i nadzorczych spółki oraz ich komitetów;
- opis podstawowych cech stosowanych w spółce systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań finansowych.

⁵⁸ Raport też powinien zawierać następujące informacje:

- jaka zasada nie jest stosowana lub nie została zastosowana;
- jakie były okoliczności i przyczyny niezastosowania zasady;
- w jaki sposób spółka zamierza usunąć ewentualne skutki niezastosowania danej zasady lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko niezastosowania zasad dobrych praktyk w przyszłości.

Raport o przestrzeganiu dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego nie jest weryfikowany przez biegłego rewidenta [Nartowski 2008]. Jednakże brak formalnej rewizji składanych przez spółki raportów o przestrzeganiu dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego powoduje, że nie jest potwierdzana prawdziwość i rzetelność przekazywanych w nim informacji, a jego ocena pozostawiona zostaje odbiorcom.

9.3.1. Zmiana Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW uchwalona uchwałą nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 roku

Na przestrzeni lat dobre praktyki uległy stopniowym modyfikacjom. Kolejna nowelizacja tego dokumentu nastąpiła w 2010 roku. Można przypuszczać, że stanowiła ona reakcję polskiej giełdy na sytuację kryzysową występującą na rynkach kapitałowych. Dobre praktyki spółek notowanych na GPW [Dobre Praktyki 2010] mają następującą strukturę. Otwiera je Preambuła, następnie prezentowane są: I. Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych, II. Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych, III. Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych i IV. Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy. W Dobrych praktykach spółek notowanych na GPW pochodzących z 2010 roku wprowadzono szereg nowych rozwiązań w porównaniu do postanowień zawartych w uchwale nr 12/1170/2007 z dnia 4 lipca 2007 roku.

W uchwalonych zmianach zamieszczono zalecenie dotyczące prowadzenia przez spółkę strony internetowej uwzględniającej zakres i sposób prezentacji wzorowany na modelowym serwisie relacji inwestorskich dostępnym pod wskazanym adresem strony internetowej. W nowym kodeksie zrezygnowano z dotychczas zawartego w pkt I.5. zapisu odnoszącego się do wynagrodzeń członków organów spółki, które powinny odpowiadać zakresowi zadań i odpowiedzialności wynikającej z pełnionej funkcji, wielkości spółki i pozostawać adekwatne w stosunku do ekonomicznych wyników spółki. Zamiast tego zalecono spółkom opracowanie polityki wynagrodzeń oraz zasad jej ustalania.

Giełda Papierów Wartościowych zaleciła spółkom oraz akcjonariuszom podejmowanie odpowiednich działań z celu zapewnienia zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w wykonywaniu funkcji zarządu i nadzoru w przedsiębiorstwach.

W zakresie dobrych praktyk realizowanych przez zarządy spółek giełdowych w kodeksie z 2010 roku zrezygnowano z powinności zamieszczania na stronie internetowej spółki giełdowej, w terminie minimum 14 dni od dnia zaplanowanego walnego zgromadzenia, informacji o terminie i miejscu jego odbycia, porządku obrad i projektach uchwał z uzasadnieniem, a ponadto innych materiałów związanych z walnym zgromadzeniem. Ponadto uchylono postanowienie co do powinności uzasadniania projektów uchwał walnego

zgromadzenia – nie dotyczy to jednak uchwał podejmowanych w sprawach porządkowych i formalnych, a także typowych uchwał podejmowanych w toku zwyczajnego walnego zgromadzenia. W takim przypadku zarząd spółki winien przedstawić uzasadnienie bądź zwrócić się do podmiotu, który wnosi o umieszczenie danej sprawy w porządku obrad, o przedstawienie takiego uzasadnienia.

Jednocześnie pojawił się nowy obowiązek zamieszczania informacji o treści reguły obowiązującej w spółce odnośnie do zmiany podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, a w przypadku braku takiej reguły – poinformowania o tej okoliczności. Co więcej, od dnia nowelizacji tego dokumentu zarząd spółki powinien niezwłocznie, w razie otrzymania informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia w trybie określonym w art. 399 § 2–4 KSH, dokonać wszystkich czynności związanych z jego organizacją i przeprowadzeniem. Wskazane powyżej przepisy przyznają radzie nadzorczej kompetencję w zakresie zwołania zwyczajnego walnego zgromadzenia, jeżeli zarząd nie zwoła go w terminie określonym ustawowo lub przez statut spółki, oraz zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia, jeżeli jego zwołanie organ ten uzna za wskazane. Z kolei uprawnienie do zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia mają, zgodnie z dyspozycją art. 399 § 3 KSH, akcjonariusze reprezentujący co najmniej połowę kapitału zakładowego lub co najmniej połowę ogółu głosów w spółce. Upoważnienie do zwołania zwyczajnego walnego zgromadzenia, jeżeli zarząd nie zwoła go w terminie określonym w Kodeksie spółek handlowych lub w statucie, oraz zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia, może zostać udzielone w statucie także innym osobom (art. 399 § 4 KSH). Powyższą zasadę stosuje się także w przypadku upoważnienia akcjonariuszy występujących z żądaniem zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia przez sąd rejestrowy w trybie art. 400 § 3 KSH.

Nowy kodeks dobrych praktyk wprowadził pewne zmiany w odniesieniu do zaleceń skierowanych do członków rad nadzorczych. Zrezygnowano z zalecenia dotyczącego wprowadzenia nowego organu funkcjonującego w ramach rady nadzorczej, tj. komitetu audytu, w którego składzie powinien się znaleźć co najmniej jeden członek niezależny od spółki i podmiotów z nią istotnie powiązanych posiadający dodatkowo kompetencje w zakresie rachunkowości i finansów. W przypadku spółek, w których rada nadzorcza składa się z minimalnej liczby członków określonej ustawowo, zadania komitetu audytu może wykonywać rada nadzorcza. Zalecenie to przekształciło się w wymóg prawny wynikający z ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie.

Uchwałą nr 17/1249/2010 z dnia 19 maja 2010 roku Rada Giełdy wprowadziła również zmiany w zakresie zaleceń odnoszących się do akcjonariuszy.

W nowej wersji zrezygnowano z powinności uzasadniania przez akcjonariusza zgłaszającego wniosek do porządku obrad walnego zgromadzenia umożliwiającą podjęcie uchwały z należytym rozeznaniem. Uchyłono też za-

lecie dotyczące zapewniania przez walne zgromadzenie lub radę nadzorczą, aby podmiot uprawniony do badania finansowego zmieniał się co najmniej raz na siedem lat. Kodeks dobrych praktyk wprowadził dodatkowo nowe rozwiązania dotyczące wytycznych co do podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał o podziale wartości nominalnej akcji. Uchwała ta nie powinna prowadzić do ustalenia nowej wartości nominalnej akcji na poziomie mogącym skutkować niską jednostkową wartością rynkową tych papierów wartościowych, a w dalszej kolejności stwarzać zagrożenie dla prawidłowości i wiarygodności wyceny spółki giełdowej.

Co więcej, w dodanym pkt IV.10 przewidziano zasadę zapewnienia przez spółkę akcjonariuszom możliwości udziału w walnym zgromadzeniu z wykorzystaniem środków elektronicznego porozumiewania się na odległość, która powinna zostać wdrożona najpóźniej od dnia 1 stycznia 2012 roku.

Kolejna nowelizacja Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW wprowadzona została uchwałą nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 roku. Po raz pierwszy w tym dokumencie pojawiło się odniesienie do wspierania przez spółkę form artystycznych i kulturalnych, działalności sportowej czy edukacyjnej, co jest próbą pokazania społecznej odpowiedzialności tych podmiotów. Dobre praktyki zalecają, aby spółki postrzegające powyższe aspekty jako strategię rozwoju wpływającą na ich konkurencyjność publikowały zasady prowadzenia działalności w tym zakresie w sposób dowolnie przyjęty.

Dobrą praktyką stało się zamieszczanie na stronie internetowej komunikatów (chyba że spółka uzna inne działanie za bardziej właściwe) odnośnie do stanowiska spółki w sytuacjach, kiedy:

- publicznie przekazywane informacje dotyczące spółki są nieprawdziwe w całości lub częściowo,
- publicznie wygłoszone opinie dotyczące spółki są nieprawdziwe w całości lub częściowo.

W zakresie dobrych praktyk realizowanych przez zarząd spółki dodano zalecenia zamieszczania na jej stronie internetowej corocznych informacji o udziale kobiet i mężczyzn w zarządzie i radzie nadzorczej w okresie ostatnich dwóch lat. W odniesieniu do dobrych praktyk realizowanych przez członków rady nadzorczej uchylono zalecenie dokonywania i przedstawiania przez ten organ zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu raz do roku oceny swojej pracy.

Ponadto przedłużono termin wdrożenia przez spółkę i stosowania zasady zapewniającej akcjonariuszom możliwości udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków elektronicznego porozumiewania się na odległość, ustalono go na 1 stycznia 2013 roku.

9.3.2. Zmiana Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW uchwalona uchwałą nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 roku

Novum, które pojawiło się w odniesieniu do wcześniej obowiązującego dokumentu dobrych praktyk, dotyczyło zastąpienia zalecenia w przedmiocie zapewnienia akcjonariuszom możliwości udziału w walnym zgromadzeniu z wykorzystaniem środków komunikacji elektronicznej postanowieniem o zapewnieniu możliwości wykonywania przez akcjonariusza osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia poza miejscem jego odbywania z wykorzystaniem środków komunikacji elektronicznej. Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych zalecają zamieszczenie na stronie internetowej spółki także zapisu przebiegu obrad walnego zgromadzenia w formie audio i wideo.

Zalecenia wynikające z dobrych praktyk należy jednakże oddzielić od kwestii samego stanowiska spółki giełdowej wobec obowiązujących zaleceń. Często uważają one, że przestrzeganie dobrych praktyk, a nawet samo uzasadnianie przez spółki niestosowania się do nich, jest dla spółek, w kontekście słabej kondycji finansowej, zbyt kosztowne. W efekcie niektóre spółki decydują się na stosowanie się do wszystkich zaleceń, zakładając, że sprawdzenie rzetelności przekazywanych informacji faktycznie będzie niemożliwe do zweryfikowania. Przestrzeganie zasad dobrych praktyk przez spółki publiczne jest co do zasady pożądanym, aczkolwiek nieobligatoryjnym z uwagi na brak sankcji prawnych w przypadku ich naruszenia bądź nieprzyjęcia. Brak konsekwencji prawnych powoduje, że ich respektowanie przez spółkę spotyka się z pozytywnym przyjęciem przez rynek kapitałowy, co może wywierać wpływ na późniejsze decyzje inwestycyjne podejmowane przez uczestników rynku kapitałowego.

Są zapowiedzi, że wkrótce obecnie obowiązujący Kodeks dobrych praktyk spółek notowanych na GPW w Warszawie zostanie zastąpiony nowym, który wprowadzić ma istotne zmiany.

Funkcjonowanie opisanych zasad wydaje się wysoce pożądanym dla rzeczywistego wykonywania przez akcjonariuszy funkcji nadzorczych oraz kontrolowania działań zarządu spółki. Wskazać należy, że funkcje nadzorcze w spółce realizowane są głównie poprzez powoływanie i odwoływanie członków zarządu oraz ustanawianie organu nadzorczego działającego w imieniu akcjonariuszy. Jednakże bardzo często słaba pozycja i mała aktywność akcjonariuszy uniemożliwiają pełnienie przez nich pożądanego nadzoru, a zarządowi wpływanie na jego skład. Również walne zgromadzenie akcjonariuszy dalekie jest od całkowitej niezależności. Wskazać należy, że zarówno projekty uchwał walnego zgromadzenia, jak i sprawozdania finansowe i inne dokumenty przygotowuje de facto zarząd spółki, a same spotkania akcjonariuszy służą wyłącznie zatwierdzeniu wcześniej podjętych przez zarząd decyzji [Horbaczewska 2012, s. 36–40]. Mechanizmy sprawowania nadzoru nad

przedsiębiorstwem w Polsce wciąż znajdują się w fazie budowy i wiele ich elementów wciąż pozostaje niedoskonałych, a sam nadzór często okazuje się bardzo słaby [Aluchna 2009, s. 217]. Nasuwa się jednakże pytanie, czy stosowanie zasad corporate governance w takim charakterze, jak to funkcjonuje obecnie, będzie w przyszłości adekwatnym środkiem dla sprawowania wystarczającego nadzoru nad działalnością spółki.

9.4. Wyzwania stojące przed polskim nadzorem korporacyjnym

Polska otrzymuje pozytywne oceny dotyczące nadzoru korporacyjnego. Już w 2005 roku Bank Światowy stwierdził, że nasz kraj znajduje się na zaawansowanym szczeblu rozwoju corporate governance, jeśli chodzi o dyskusje i reformy [World Bank 2005, s. 1].

Porównanie zakresu ujawniania jego problemów z międzynarodowymi dobrymi praktykami ujętymi w 2006 UNCTAD Guidance pokazuje, że Polska przyjęła większość obowiązkowych reguł odnoszących się do poszczególnych czynników (36 z 53) według wzorca ISAR tyczącego się dobrych praktyk [Campbell i in. 2008].

Elementem, którego sprawozdawanie pozostawało w tyle za jurysdykcją innych krajów, jest „odpowiedzialność rady za komunikowanie informacji finansowych” oraz „określanie wynagrodzeń dyrektorów”. UNCTAD Review uplasował Polskę na 17. miejscu na 28 krajów (25 wschodzących gospodarek i 3 rozwinięte gospodarki rynkowe) w zakresie ogólnych wymogów publikacyjnych [Campbell i in. 2008]⁵⁹.

Badania wykazują, że rekomendacje Unii Europejskiej, chociaż zostały wdrożone do polskiego systemu corporate governance, nie wszystkie były przestrzegane.

Już w 2002 roku prawie wszystkie spółki giełdowe zadeklarowały przestrzeganie większości zasad Dobrych praktyk w spółkach publicznych [Dobre praktyki 2002]. GPW opublikowała statystyki dotyczące przestrzegania dobrych praktyk w spółkach publicznych w 2003 i 2004 roku [Rozłucki 2005]. W 2004 roku wszystkie spółki notowane na GPW (229) opublikowały i przesyłały swoje oświadczenia giełdzie. Spośród nich 90 spółek przestrzegało wszystkich zasad (oprócz zasady 20) w porównaniu do 66 w roku 2003. Jedyne 9 spółek deklarowało, że nie przestrzega żadnej zasady w 2004 roku w porównaniu do 17 w roku 2003. Przeciętnie spółki implementowały 97% tych zasad w 2004 roku, rok wcześniej stopień wdrożenia wynosił 83%⁶⁰.

⁵⁹ Razem z Czechami, Izraelem i Peru. Kraje wyżej notowane niż Polska to: Stany Zjednoczone, Afryka Południowa, Filipiny, Malezja, Tajlandia, Węgry, Zjednoczone Królestwo, Indie, Egipt, Tajwan, Chiny, Pakistan, Korea, Brazylia, Indonezja i Japonia. Kraje niżej notowane niż Polska to: Argentyna, Rosja, Jordania, Maroko, Chile, Meksyk, Turcja i Kolumbia.

⁶⁰ Analiza przyczyn dotyczących braku zgodności z trzema zasadami, które wykazały najwyższy poziom nieprzestrzegania w 2005 roku, znajduje się w [Campbell i in. 2009].

Giełda Papierów Wartościowych ujawniła również, że stopień przestrzegania zapisów kodeksowych był wyższy w 2006 roku (31 sierpnia 2006) niż w roku 2005⁶¹, ale tylko mała część spółek przestrzegała wszystkich zasad⁶². Spośród 268 spółek, które były na niej notowane, jedynie 5 informowało o nieprzestrzeganiu żadnej z zasad [GPW Statystyka 2007]. Najbardziej kontrowersyjnymi (najwyższy stopień nieprzestrzegania) aspektami corporate governance były efektywność rad nadzorczych i standardy ujawniania. Statystyka dotycząca zgodności z kodeksem dobrych praktyk pokazuje, że najbardziej problematycznymi obszarami były niezależność rady (stopień przestrzegania poniżej 28%), komitety rady (stopień przestrzegania to 32%) oraz procedury wyboru biegłego rewidenta (stopień przestrzegania około 50%) (Campbell i in. 2006). Analiza oświadczeń corporate governance pokazała, że spółki często nie dawały jednoznacznych odpowiedzi. Brak precyzji w formułowaniu rekomendacji był jednym z tego powodów [Campbell i in. 2006].

Kolejnym obszarem polskiego corporate governance, który należałoby poprawić, to ujawnianie takich informacji, jak statut spółki, prognozy finansowe, informacje o kandydatach do rady nadzorczej. Za sukces kodeksu dobrych praktyk można uznać to, że większość spółek zaczęła publikować wynagrodzenia dyrektorów w raportach rocznych. Obecnie informacje te stanowią przykład przekształcania prawa miękkiego w twarde, co staje się tendencją w większości krajów świata.

Badania wykazały [Campbell, Jerzemowska 2008], że oceny zapisów kodeksu i ich implementacja były istotnie zróżnicowane, dowodząc dużej polaryzacji opinii⁶³, chociaż dyrektorzy deklarowali, że problematyka corporate governance była ważna dla ich spółek. Według nich najważniejszym problemem nadzoru korporacyjnego było działanie rady nadzorczej, rynek kontroli korporacji i zaangażowanie akcjonariuszy. Wzrost zakresu publikowanych informacji i ochrona akcjonariuszy mniejszościowych były najlepiej oceniane. Za najmniej ważne uznano motywacyjne funkcje wynagrodzeń członków rad nadzorczych i regulacje dotyczące rynku kontroli korporacji.

Dane publikowane przez GPW pokazują, że zgodność z wymogami kodeksu nadal nie jest dostateczna. W roku 2008 było 139 z 369 (37,67%) spółek, w 2010 roku – 91 z 394 (23,09%) spółek, które nie przesłały żadnego raportu [Gontarek 2010]. Natomiast w roku 2013 aż 88 spółek z 438 (20,09%) nie przesłało żadnego raportu. Powody nieprzestrzegania zapisów kodeksu najczęściej podawane przez spółki to struktura własności oraz zbyt wysokie tego koszty w relacji do korzyści.

⁶¹ Porównania zgodności z Dobrymi praktykami spółek publicznych w roku 2005 i 2006 dokonuje [Socha 2006].

⁶² Analizę przyczyn braku zgodności z trzema zasadami, które uzyskały najwyższy poziom nieprzestrzegania w 2005 roku przedstawili [Campbell i in. 2009].

⁶³ Badanie dotyczyło wszystkich spółek notowanych na GPW w 2007 roku i zostało przeprowadzone w formie kwestionariusza opracowanego przez uczestników projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych.

Wyniki badania opublikowanego w 2010 roku [Przybylska 2010] informują, iż inwestorzy (87% badanych) wyrażali opinię, że spółki nieprzesyłające raportów dotyczących zgodności z kodeksem dobrych praktyk powinny być karane. Większość uczestników badania (92%) uważała, że implementacja dobrych praktyk przez spółki giełdowe podnosi ich wiarygodność. Około 46% z nich informowało, że przy podejmowaniu decyzji dotyczącej zakupu lub wyceny akcji spółek uwzględnia stopień zgodności z dobrymi praktykami, zaś 54% inwestorów chciało wynagradzać spółki giełdowe, przyznając im premię do 5%. Dowodzi to, że w opinii inwestorów dobry nadzór korporacyjny powiększa wartość spółki. Jednakże przestrzeganie postanowień kodeksu nadzoru korporacyjnego postrzegane było przez większość polskich spółek giełdowych jako czysto instrumentalne, będące źródłem dodatkowych kosztów [Aluchna 2009].

Najczęściej nieprzestrzeganymi rekomendacjami kodeksu z 2012 roku były: (II.2) brak strony internetowej w języku angielskim (191 raportów), (III.8) implementacja Aneksu 1, czyli rekomendacji unijnej z 15 lutego 2005 roku (2005/162/EC) dotyczącej roli dyrektorów niezarządzających lub nadzorujących spółki giełdowe oraz komitety rady nadzorczej (52/51 (2005/162/EC) w odniesieniu do ich celów i funkcjonowania (127 raportów), rekomendacja (III.6) formułująca wymóg dwóch niezależnych członków rady nadzorczej (124 raporty), (II.1.7) publikacja na stronie spółki pytań i odpowiedzi dotyczących zagadnień ujętych w agendzie, które zadali akcjonariusze przed i w trakcie zgromadzenia akcjonariuszy (120 raportów), (II.1.6) przedstawienie oceny rady nadzorczej, jej komitetów oraz systemu kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem (107 raportów). Wszystkie te informacje powinny zostać przedstawione w raporcie rocznym.

Koncepcja niezależności rady jest jednym z najbardziej kontrowersyjnych aspektów nadzoru korporacyjnego w Polsce, jak również w wielu innych krajach. Należy wypracować dobre praktyki dotyczące relacji pomiędzy radą nadzorczą a zarządem, umożliwić większej liczbie dyrektorów niezależnych zasiadanie w radzie i nadzorowanie interesów akcjonariuszy. Polski kodeks dobrych praktyk, jak wcześniej wspomniano, został zliberalizowany w aspekcie liczebności dyrektorów niezależnych w radzie nadzorczej. Według obecnych zapisów wymaga się, aby co najmniej dwóch takich dyrektorów zasiadało w radzie nadzorczej spółki giełdowej. Wydaje się, że rozwiązaniem zapewniającym większą obiektywność byłby powrót do wymogu poprzedniego, według którego co najmniej połowa członków rady nadzorczej powinna być niezależna. Większość krajów, w tym te, które były przez nas analizowane, przyjęła surowsze rozwiązania w tym względzie. Niezależni dyrektorzy stoją na straży interesów akcjonariuszy, a także interesariuszy spółki, pobierając za to odpowiednie wynagrodzenie. Nikt inny nie jest w stanie nadzorować menedżerów i zmuszać ich do realizacji celów spółki i jej właścicieli. Wszelkie odgórne regulacje mogą być obchodzone. Wiąże się to z innym trudnym problemem oceny pracy rady, czyli kto i w jaki sposób ma jej dokonywać.

Kolejny problem dotyczy kwestii związanych z zachowaniem modelu dualistycznego w naszym kraju. Jeżak uważa, że podstawowe znaczenie dla efektywności działania ma układ władzy w spółkach. Obowiązujący w Polsce system dualistyczny traci na znaczeniu, a w Europie można zauważyć zjawiska konwergencji systemów monistycznego i dualistycznego [Jeżak 2010, s. 194–195]. Podobnie Nartowski uważa, że nie ma sensu trwanie przy rozdziale funkcji zarządczych i nadzorczych, którego przewagi nie są widoczne i jest on coraz wyraźniej krytykowany [Nartowski 2002]. Biorąc pod uwagę zróżnicowanie struktury własności polskich spółek oraz międzynarodowy charakter przepływów kapitału, można postulować wprowadzenie w Polsce możliwości wyboru struktury organów zarządczych na wzór francuski. Spółki same decydowałyby, czy bardziej pożądaną jest dla nich wprowadzenie rady dyrektorów, łączącej funkcje zarządcze i nadzorcze, czy też preferują zachowanie rady nadzorczej i zarządu. Nadzór korporacyjny służy i chroni akcjonariuszy, więc to oni powinni decydować o wyborze formy organu dla nich bardzo ważnego. Spółki miałyby obowiązek powiadomienia o dokonanych wyborze i uzasadnienia jego dokonania, umieszczenia odpowiednich zapisów w statucie i powiadomienie Sądu Rejestrowego. Jednakże warunkowane jest to odpowiednimi zmianami przepisów prawa.

Wyzwaniem dla polskiego nadzoru korporacyjnego w najbliższych latach jest przekonanie uczestników rynku kapitałowego do efektywności i korzyści wynikających z wdrożenia mechanizmów dobrego nadzoru. Dyrektorzy i inni uczestnicy rynku kapitałowego muszą poznać prawdziwą filozofię dobrego nadzoru zamiast symulować kompatybilność lub przyjmować taktykę odhaczania. Badanie firmy Deloitte pokazuje, że w trakcie walnego zgromadzenia rzadko prowadzone są dyskusje dotyczące zgodności. Tylko 44% przebadanych rad nadzorczych w 2012 roku utworzyło jednostkę odpowiedzialną za badanie zgodności z prawem, regulacjami, a 53% nie zrobiło tego [Deloitte 2012].

Kolejnym ważnym czynnikiem tworzącym zaufanie do rynku kapitałowego jest wiarygodność informacji. Po wprowadzeniu Dobrych praktyk w spółkach publicznych okazało się, że publikowane oświadczenia o nadzorze korporacyjnym nie podlegają żadnej instytucjonalnej rewizji, co zniechęca przedsiębiorstwa do podnoszenia jakości raportowania w tym obszarze. Warto sprawdzić, czy GPW nie stosuje podejścia odhaczania przy ocenie zgodności działań spółki z dobrymi praktykami. Pożądaną jest wprowadzenie obiektywnej weryfikacji i gradacji oceny jakości tych raportów. Jednakże GPW trudno jest zniechęcać spółki do wchodzenia lub zmuszać do opuszczenia parkietu, bo w jej interesie jest, aby powiększać liczbę spółek notowanych. Ten konflikt interesu można rozwiązać, powierzając publikację i egzekwowanie zapisów dobrych praktyk zupełnie niezależnemu organowi, znajdującemu się poza giełdą. Można powierzyć te obowiązki na przykład Komisji Nadzoru Finansowego lub Komisji Nadzoru Audytowego, czy komórce uplasowanej w Ministerstwie Finansów. Kryterium wyboru tego organu powinny być kosz-

ty, czyli nadzór ten nie powinien generować dodatkowych kosztów dla spółek lub akcjonariuszy, a także państwa.

W ramach wykorzystania mechanizmów wewnętrznych nadzoru korporacyjnego utworzyć można komitet monitorujący – na wzór Dutch Monitoring Committee, którego zadaniem byłaby ewaluacja jakości wyjaśnień dotyczących braku zgodności oraz rekomendowanie korekt sformułowań dobrych praktyk i zawierających je kodeksów, jeśli okaże się to potrzebne. Ta sugestia jest zgodna ze Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain Principle [2006], które dopinguje kraje członkowskie do inicjowania procesów pozwalających monitorować aplikację kodeksów dobrych praktyk. Przyczynić się to powinno do większej skuteczności kodeksów nadzoru korporacyjnego, wyeksponowania skomplikowanych zagadnień oraz stwierdzenia, czy stosowane rozwiązania są dostateczne. Powszechnie uważa się, że ostateczna odpowiedzialność za wyjaśnienie braku zgodności z obowiązującymi dobrymi praktykami spoczywa na inwestorach. Nie ma powodu, aby komitet monitorujący nie mógł im pomagać w realizacji tego zadania, zapewniając, że zasady zostały ujęte w sposób przejrzysty i jednoznaczny. Skuteczne monitorowanie zapisów kodeksu powinno pomóc polskim spółkom na uzyskanie zgodności z duchem, a nie z literą dobrych praktyk, co powinno poprawić zaufanie do rynku kapitałowego.

Warto też zastanowić się nad premiowaniem dobrego nadzoru korporacyjnego, co można czynić na dwa sposoby, a mianowicie nagradzając za uzyskiwanie zgodności oraz sposób raportowania tego lub wyciągając sankcje w stosunku do tych, którzy dokonują nierzetelnych i nieprawdziwych ujawnień. Na przykład, stosować posiadane przez GPW uprawnienie do obniżenia kosztów notowania spółki w stosunku do tych przedsiębiorstw, których raporty dotyczące corporate governance są wysokiej jakości. Rozwiązaniem tego problemu może być również segmentacja rynku, czyli utworzenie klas notowanych spółek w zależności od poziomu jakości nadzoru korporacyjnego, określanych na podstawie zawartości ocen oświadczeń o stosowaniu dobrych praktyk. Spółki (również menedżerowie) miałyby szanse na powiększanie swojego prestiżu w zależności od osiągnięć, które byłyby nagradzane przejściem do elitarniej – wyższej – grupy spółek. Awans taki nagradzany byłby przez akcjonariuszy spółki oraz rynek kapitałowy. Takie rozwiązania stosowane są już na dynamicznych rynkach kapitałowych.

Oświadczenie o stosowaniu dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego jest dokumentem, którego fałszowanie powinno być zagrożone karami. Oprócz sankcji karnych można stosować sankcje profesjonalne. Ich wymierzanie należałoby powierzyć organizacji profesjonalnej (np. Polski Instytut Dyrektorów), która oceniałaby błędy w sztuce menedżerskiej. Takie weryfikacje profesjonalizmu menedżerskiego od lat funkcjonują na przykład w Wielkiej Brytanii, gdzie karą za indolencję i brak profesjonalizmu jest zakaz pełnienia funkcji menedżera od roku do piętnastu lat. Orzeczenie kary powoduje

ogromne straty na kapitale menedżerskim, które często prowadzą do eliminacji zarządzającego z rynku menedżerskiego.

Innym jeszcze wyzwaniem dla polskiego nadzoru korporacyjnego pozostaje poprawa wyników działania rad nadzorczych i ich oceny, stworzenie dobrego systemu zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej. Pożądana jest również bardziej aktywna rola rady nadzorczej w monitorowaniu zarządu, a szczególnie uaktywnienie się akcjonariuszy instytucjonalnych [Campbell, Jerzemowska 2008].

Do głównych wyzwań nadzoru w Polsce można zaliczyć m.in. [Mesjasz 2007, s. 41–43]: poprawę przejrzystości spółek giełdowych, zwiększenie ochrony inwestorów, doskonalenie regulacji prawnych i rozwiązań instytucjonalnych, zwiększenie liczby niezależnych członków w radach nadzorczych, poprawę komunikacji spółek z akcjonariuszami, tworzenie odpowiednich relacji między interesariuszami, efektywne przyciąganie zagranicznych inwestorów oraz zwiększanie znaczenia rynku kapitałowego.

Według naszej opinii kluczowym celem dla GPW i jednocześnie najważniejszym wyzwaniem dla nadzoru korporacyjnego w najbliższej przyszłości jest zachęcenie akcjonariuszy do większej aktywności i to zarówno akcjonariuszy instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Reguły stanowiące dobre praktyki powstały dla akcjonariuszy (bieżących i potencjalnych) i są niezbędne dla rozwiązywania problemów agencyjnych oraz chronienia interesów właścicieli, jak też podstawowych praw korporacyjnych. Żadne działanie zmierzające do poprawy rekomendacji, kreowania właściwego systemu nadzoru oraz wymyślanie innych zachęt do działania w najlepszym interesie akcjonariuszy lub interesariuszy czy wynagradzania menedżerów nie przyniesie efektów, jeśli akcjonariusze nie będą zainteresowani uczynieniem członków rady nadzorczej i zarządu rzeczywiście odpowiedzialnymi przed nimi. Jak dotąd polscy akcjonariusze bardzo słabo wykorzystują tę szansę.

Mimo intensywnego rozwoju i wysokich ocen uzyskiwanych przez polski nadzór korporacyjny pozostaje jeszcze wiele problemów do rozwiązania w celu zapewnienia dobrej jakości naszego systemu corporate governance.

CZĘŚĆ III
Standardy ładu korporacyjnego
a rozwój gospodarczy krajów rozwijających się

Rozdział 10

Założenia metodyczne badania

10.1. Wprowadzenie

Modelowanie procesów gospodarczych w krajach przechodzących przez kolejne fazy transformacji koncentruje się na ocenie wpływu na gospodarkę danego kraju zmian strukturalnych będących efektem wprowadzanych reform i regulacji prawnych. Zmiany w zakresie corporate governance mogą w istotny sposób bezpośrednio oddziaływać na spółki, a w konsekwencji pośrednio na gospodarkę całego kraju.

Dynamika zmian, różnorodność przyjętych rozwiązań, a także rozdzźwięk pomiędzy regulacjami „na papierze” a ich rzeczywistym wdrożeniem sprawiają, iż dokonanie prostego ilościowego porównania jakości nadzoru korporacyjnego w krajach rozwijających się napotyka na szereg ograniczeń. Dlatego też badanie długoterminowej zależności pomiędzy jakością nadzoru korporacyjnego a rozwojem gospodarczym różnych krajów musi wykorzystywać zarówno metody opisu jakościowego, jak i poszukiwać nowatorskich ujęć ilościowych.

Należy podkreślić, że w badanych krajach BRIC oraz w Polsce procesy zmian strukturalnych i instytucjonalnych zachodzą wyjątkowo dynamicznie, co sprawia, że modelowanie ich, wykorzystujące nierzadko stosunkowo krótkie szeregi czasowe, jest dość trudnym zadaniem.

Naturalnym podejściem w takich przypadkach jest szukanie przyczyny obserwowanych przemian społeczno-gospodarczych we wprowadzanych reformach w gospodarce. W kontekście modelowania wywołuje to niestabilność parametrów strukturalnych modeli i traktowane jest jako dowód na istnienie załamań strukturalnych (*structural breaks*) oraz zmian w prowadzonej polityce gospodarczej (*regime shifts*). Chociaż modelowaniu załamań strukturalnych zostało poświęconych wiele publikacji [Perron 2006], to metody te nie znalazły dotychczas zastosowania w badaniach nadzoru korporacyjnego i mogą otwierać nową perspektywę dla analiz. Istnieje wiele metod statystyczno-ekonometrycznych służących modelowaniu szeregów czasowych w przypadku występowania skokowej zmiany parametrów strukturalnych modelu. Narzędzia te stosowane są obecnie szeroko zarówno w badaniach empirycznych, jak i wielu opracowaniach metodycznych, np. [Gregory i in. 1996; Maddala, Kim 1998]. Rozwój tych badań poprzedzony był spektakularnym rozwojem technik analizy niestacjonarnych szeregów czasowych, zwłaszcza szeregów makroekonomicznych [por. Hendry 1994].

Kryterium doboru stosowanych modeli opiera się na spełnieniu przez te modele sześciu pożądanych własności zaproponowanych przez Christa, takich jak: odpowiedniość, prostota, teoretyczna poprawność, dobre objaśnianie, dokładność parametrów i trafne prognozowanie [Christ 1966, s. 4–6]. Jednakże istnienie potencjalnie dużej liczby teoretycznie dopuszczalnych modeli powoduje, że w praktyce wybór modelu nie jest łatwy i wymaga zastosowania odpowiedniej metody [Charemza, Deadman 1997, s. 15].

10.2. Przedmiot i zakres badania

Celem badania była weryfikacja, czy wdrażane przez kraje rozwijające się reformy w zakresie corporate governance wpłynęły na poziom ich rozwoju gospodarczego i rynki kapitałowe. Przedmiotem badania były wybrane zmienne makroekonomiczne dla krajów BRIC i Polski. Wśród zmiennych wybranych do badania znalazły się wielkości ekonomiczne i finansowe zaprezentowane w tabeli 21.

Tabela 21. Opis zmiennych użytych do badania

Grupa	Symbol	Opis
Grupa zmiennych makroekonomicznych	GDPPC	PKB na mieszkańca, ceny bieżące, USD
	PE	inwestycje portfelowe netto, mln USD
	FDI	bezpośrednie inwestycje zagraniczne, ceny bieżące, mln USD
	MCGDP	udział kapitalizacji rynku w PKB, w %
Grupa zmiennych opisujących rynek kapitałowy	LDC	liczba spółek krajowych notowanych regulowanym obrocie giełdowym
	MC	kapitalizacja rynku, mld USD
	STT	wskaźnik obrotu akcjami względem PKB, %
	STV	wskaźnik obrotu akcjami względem kapitalizacji spółek publicznych, %

Źródło: Opracowanie własne.

Dobór zmiennych podyktowany został chęcią zbadania, jak wprowadzenie reform w zakresie corporate governance wpływa na rozwój ekonomiczny kraju i jego rynek kapitałowy. Zmienne zostały podzielone na dwie główne grupy: cztery zmienne makroekonomiczne oraz cztery zmienne opisujące rynek kapitałowy. Nie bez znaczenia była też dostępność informacji, gdyż dla wielu zmiennych, potencjalnie istotnych z punktu widzenia analiz, dane okazywały się niekompletne, nieporównywalne lub zupełnie niedostępne. Szeregi czasowe zmiennych wybranych do badania pobrane zostały z bazy danych Banku Światowego, w zakresie lat 1994–2012, w którym informacje dla wszystkich krajów BRIC i Polski były kompletne.

Zaprojektowane badanie empiryczne dla każdego kraju zostało przeprowadzone w następujących etapach:

1. Wskazanie okresów zmian strukturalnych w szeregach czasowych badanych zmiennych.
2. Badanie stacjonarności wokół okresów wskazanych, jako momentów wprowadzenia zmian strukturalnych.
3. Szacowanie modeli tendencji rozwojowej wraz z weryfikacją istotności zmian strukturalnych, testowanie uzasadnienia wprowadzenia dodatkowych zmiennych objaśniających.
4. Szacowanie modeli tendencji rozwojowej z dodatkowymi zmiennymi objaśniającymi opisującymi efekt zmian strukturalnych.

W procesie modelowania wykorzystano pakiety ekonometryczne Microfit 5.0 oraz Gretl 1.9.9cvs.

10.3. Badanie stacjonarności w procesie wykrywania zmian strukturalnych

Ze statystycznego punktu widzenia w procesie modelowania konieczne jest korzystanie z szeregów stacjonarnych, a więc takich, które charakteryzują się stabilnością i niezmiennością w czasie. Natomiast szeregi czasowe zmiennych ekonomicznych traktowane jako szeregi realizacji procesów stochastycznych mogą zawierać takie elementy, jak: trendy, wahania periodyczne oraz zakłócenia losowe. Immanentną cechą każdego z tych elementów jest to, że wywiera wpływ na dany szereg, a w konsekwencji rozkłady zmiennych nie są stacjonarne [Krauze 2002, s. 2]. Określenie charakteru niestacjonarności szeregu umożliwi wskazanie, jak należy przekształcić szereg, aby doprowadzić go do postaci szeregu stacjonarnego, oraz pozwala na identyfikację przyczyn występowania niestacjonarności oraz ich konsekwencji.

Zwykle nie wiadomo, czy w danym procesie występują wszystkie czy tylko niektóre komponenty. Proces może być implikowany zarówno długo-okresową stopą wzrostu, jak i stochastycznymi innowacjami. Ogólna postać modelu opisującego proces generowania, tj. proces stochastyczny y_t zapisany w postaci wektorowej, przyjmuje postać [Hylleberg, Mizon 1989]:

$$y_t = T_t^d + S_t^d + T_t^s + S_t^s + \varepsilon_t \quad (1)$$

gdzie:

T_t^d – trend deterministyczny,

S_t^d – deterministyczne wahania sezonowe,

T_t^s – trendy stochastyczne,

S_t^s – stochastyczne wahania sezonowe,

ε_t – stochastyczne innowacje (stacjonarny wektor zakłóceń losowych z wektorem stałych średnich i macierzą stałych kowariancji).

Przedmiotem szczególnego zainteresowania jest stochastyczna innowacja ε_t będąca procesem, którego rozkład nie jest zależny od zbioru informacji Ω_{t-1} . Musi być białym szumem, jeśli zawiera wcześniejszą informację [Krauze 2002, s. 17]. Istotnym elementem jest określenie typu trendu występującego w danym procesie i wskazanie, czy jest on deterministyczny⁶⁴, stochastyczny⁶⁵ czy też jest procesem o mieszanym trendzie stochastycznym i deterministycznym [Charemza, Deadman 1997, s. 108].

W badaniu stacjonarności szeregu niezbędne jest testowanie, czy występuje w nim pierwiastek jednostkowy. Istnieje szereg testów dedykowanych badaniu występowania pierwiastka jednostkowego mających zastosowanie w przypadkach, w których źródłem niestacjonarności szeregu czasowego jest zawarty w nim trend tkwiący zarówno w naturze samego procesu (trend stochastyczny), jak i zewnętrzny/egzogeniczny (trend deterministyczny)⁶⁶. Jeśli jednak w procesie pojawi się dodatkowo załamanie strukturalne, to zastosowanie procedury DF czy ADF nie będzie satysfakcjonujące. Perron w 1989 roku zaproponował procedurę testowania występowania pierwiastka jednostkowego, w której hipoteza alternatywna zakłada, że proces jest stacjonarny wokół trendu o znanym momencie wystąpienia załamania (tj. z załamaniem egzogenicznym). Rozwiązanie to zakładało usunięcie z szeregu, obok trendu, także efektu załamania egzogenicznego. W badaniu testowaniu poddano zarówno poziomy, jak i przyrosty wybranych zmiennych. Sformułowano trzy regresje umożliwiające określenie w procesie testowania występowania pierwiastka jednostkowego za pomocą testu ADF, czy istnieją (a jeśli tak, to jakiego rodzaju) załamania strukturalne w badanym szeregu czasowym zmiennej:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 DC_t + \phi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$u_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 DT_t + \phi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$u_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 DC_t + \beta_3 DT_t + \phi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4)$$

gdzie:

$$DC_t = 0, \text{ dla } t \leq t^*$$

$$DC_t = 1, \text{ dla } t > t^*$$

$$DT_t = t \cdot DC_t$$

Regresja pomocnicza w teście ADF postaci (2) umożliwia określenie, czy w szeregu występuje załamanie w wyrazie wolnym (*break in the level*), regresja pomocnicza (3) umożliwia określenie, czy w szeregu występuje załamanie w stopie wzrostu (współczynniku kierunkowym) (*break in the rate of growth/slope*) oraz regresja pomocnicza (4) umożliwia określenie, czy w szeregu

⁶⁴ Średnia tego procesu jest pewną funkcją czasu.

⁶⁵ Podczas dość długich okresów proces może przyjmować wartości znacznie oddalone od wartości średniej.

⁶⁶ Najbardziej znane i najczęściej stosowane to test Dickey'a i Fullera (DF) oraz rozszerzony test DF, czyli ADF.

występuje załamanie zarówno w wyrazie wolnym, jak i we współczynniku kierunkowym.

10.4. Estymacja modeli tendencji rozwojowej

Założenie o stałości parametrów w czasie spełnia kluczową rolę w teorii wnioskowania i prognozowania na podstawie modeli ekonometrycznych. Progностyczna stabilność modelu, wyrażająca się stałością parametrów strukturalnych oraz parametrów rozkładu składników zakłócających, umożliwia ekstrapolację oszacowanego modelu na okresy spoza próby. Stabilność modelu określa także jego własności w zakresie danych, na podstawie których został oszacowany, co umożliwia identyfikację, czy wystąpiły załamania/zmiany strukturalne (o znanym lub nieznanym momencie wystąpienia).

W procesie modelowania zmian strukturalnych przyjęto założenie modelowania od ogółu do szczegółu. Punktem wyjścia takiego podejścia jest estymacja najprostszego modelu, a następnie wzbogacanie go o kolejne elementy, które wskazywane są przez kolejne etapy weryfikacji ilościowej modelu. W przypadku modelowania zmian strukturalnych niniejszego badania jako najbardziej ogólny szacowany będzie model tendencji rozwojowej postaci:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \varepsilon_t \quad (5)$$

gdzie:

y_t – zmienna objaśniana modelu (kolejne zmienne makroekonomiczne),

t – zmienna czasowa ($t = 1, 2, \dots, 19$),

β_0, β_1 – parametry strukturalne,

ε_t – składnik losowy modelu⁶⁷.

Model (5) dla każdej ze zmiennych oszacowany zostanie za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów.

Do testowania stabilności parametrów strukturalnych zastosowane zostaną dwa testy: test Chowa [Chow 1960] oraz uniwersalny test ilorazu wiarygodności Quandta (QRL, Quandt Likelihood Ratio) [Quandt 1960]. Oba narzędzia otrzymywane są w wyniku estymacji rekurencyjnej. Test Chowa stosowany jest do testowania występowania zmian w czasie parametrów strukturalnych. Test QLR służy do wykrywania zmiany parametrów w modelach zbudowanych w oparciu o szeregi czasowe, gdy nie jest znany moment wystąpienia załamania strukturalnego, ale przyjmowane jest założenie, że załamanie nastąpi [Quandt 1992].

Test stabilności parametrów strukturalnych zaproponowany został w 1960 roku przez Chowa, określane bywa także jako test punktu zwrotnego. Jest testem powszechnie stosowanym w wielu różnych zastosowaniach ekonometrycznego modelowania zarówno dla szeregów czasowych, jak i przekrojowych

⁶⁷ Na składnik losowy modelu ε_t nałożone są następujące założenia: $E(\varepsilon_t) = 0$, $E(\varepsilon_t)^2 = \sigma_\varepsilon^2$, $E(\varepsilon_t, \varepsilon_s) = 0$, $E(\varepsilon_t, t) = 0$, $\varepsilon_t \sim N$.

[Donald, Fair 1988]. W procesie weryfikacji hipotezy o braku zmian strukturalnych w szeregu czasowym zmiennej dla modelu z homoskedastycznością zakłóceń, zbiór dostępnych obserwacji dzielony jest na dwa lub więcej podokresów. Teoria ekonometrii nie podaje reguły, jak powinien być podzielony wyjściowy zbiór obserwacji, ale aby możliwe było oszacowanie modelu dla wyodrębnionych podokresów, spełnione muszą być założenia numeryczne metody najmniejszych kwadratów⁶⁸. W przypadku projektowanego badania podział ten jest oczywisty, ponieważ jako datę zmiany przyjęto datę wprowadzenia istotnych zmian w obszarze regulacji nadzoru korporacyjnego, zarówno w ramach przepisów obligatoryjnych, jak i kodeksów dobrej praktyki. Kolejno szacowane są dwa oddzielne modele, dla podokresu przed zmianą strukturalną (T_1) i dla okresu po zmianie strukturalnej (T_2) oraz przyjmowane jest założenie, że składniki losowe w obu podokresach mają jednakowe rozkłady. Prawdziwość hipotezy zerowej weryfikowana jest za pomocą statystyki F dla małych prób postaci:

$$F_{chow} = \frac{(S - S_1 - S_2) / (k + 1)}{(S_1 + S_2) / (T - 2(k + 1))} \quad (6)$$

gdzie

S – suma kwadratów reszt dla całego okresu,

S_1 – suma kwadratów reszt dla pierwszego podokresu,

S_2 – suma kwadratów reszt dla drugiego podokresu.

Statystyka z próby ma rozkład:

$$F_{chow} \sim F_{\alpha}(k + 1, T - 2(k + 1)). \quad (7)$$

Reguła decyzyjna wskazuje na brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej dla wartości statystyki z próby F_{chow} mniejszej lub równej wartości krytycznej testu F_{α} , co świadczy o braku zmian strukturalnych w szeregu. Jeśli statystyka z próby F_{chow} jest większa od wartości krytycznej testu F_{α} , wówczas odrzucamy hipotezę zerową na rzecz hipotezy alternatywnej, co wskazuje, że w analizowanym szeregu czasowym występują zmiany strukturalne.

Statystyka z próby przy badaniu występowania zmian strukturalnych dla dużych prób przyjmuje następującą postać:

$$\chi^2_{chow} = (k + 1)F_{chow}. \quad (8)$$

Statystyka z próby ma rozkład:

$$\chi^2_{chow} \sim \chi_{\alpha}(k + 1). \quad (9)$$

Reguła decyzyjna wskazuje na brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej dla wartości statystyki z próby χ^2_{chow} mniejszej lub równej wartości krytycznej testu χ^2_{α} , co świadczy o braku zmian strukturalnych w szeregu. Jeśli

⁶⁸ Dodatnia liczba stopni swobody modelu (różnica między liczbą obserwacji a liczbą szacowanych parametrów strukturalnych modelu) oraz brak współliniowości między zmiennymi objaśniającymi modelu.

statystyka z próby χ_{chow}^2 jest większa od wartości krytycznej testu χ_{α}^2 , wówczas odrzucamy hipotezę zerową na rzecz hipotezy alternatywnej, co wskazuje, że w analizowanym szeregu czasowym występują zmiany strukturalne.

Test ilorazu wiarygodności Quandta (QLR) zaproponowany został w 1960 roku przez Quandta i jest uniwersalnym testem weryfikującym stabilność parametrów strukturalnych modeli, opartym na ilorazie wiarygodności Quandta. Pozwala na sprawdzenie stabilności parametrów strukturalnych modelu w warunkach, gdy nie jest znany punkt zwrotny, ale przyjmowane jest założenie, że taki punkt zwrotny miał miejsce [Quandt 1992]. Wartość statystyki dla punktu zwrotnego wyznaczana jest na podstawie 70% środkowych obserwacji z próby. Hipoteza zerowa to twierdzenie, że w badanym szeregu czasowym nie występują punkty zwrotne. Procedura testowa polega na wyznaczeniu ciągu statystyk Chowa, dla różnych podprób mających rozkłady Fishera-Snedecora. Prawdziwość hipotezy zerowej weryfikowana jest za pomocą statystyki postaci:

$$QLR = \max[F(\tau_0), F(\tau_0 + 1), \dots, F(\tau_1 - 1), F(\tau_1)] \quad (10)$$

gdzie

$F(\tau_i)$ – wartości statystyki testu Chowa dla podprób. W warunkach prawdziwości hipotezy zerowej statystyki Chowa powinny być małe. Rozkład maksymalnych wartości statystyki nie jest standardowym rozkładem Fishera-Snedecora i w praktyce wykorzystywane są wartości krytyczne podane przez Stocka i Watsona [2003].

Reguła decyzyjna wskazuje na brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej dla wartości statystyki z próby QLR mniejszej lub równej wartości krytycznej z tablic Stocka i Watsona, co świadczy o braku zmian strukturalnych w szeregu. Jeśli statystyka z próby QLR jest większa od wartości krytycznej, wówczas odrzucana jest hipoteza zerowa na rzecz hipotezy alternatywnej, co wskazuje, że w analizowanym szeregu czasowym występują zmiany strukturalne.

Test na dodanie zmiennych służy do sprawdzenia, czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej lub kilku zmiennych do modelu. W procesie weryfikacji hipotezy o braku uzasadnienia wprowadzania dodatkowych zmiennych objaśniających do modelu z homoskedastycznością zakłóceń wykorzystano statystykę F_{add} postaci:

$$F_{add} = \frac{(S_U - S_R) / r}{S_U / (T - k - 1)} \quad (11)$$

gdzie:

- r – liczba dołączanych zmiennych objaśniających do modelu,
- S_U – suma kwadratów reszt modelu z dodatkowymi zmiennymi objaśniającymi,
- S_R – suma kwadratów reszt dla modelu bez dodatkowych zmiennych objaśniających.

Statystyka z próby ma rozkład:

$$F_{add} \sim F_{\alpha}(r, T - k - 1). \quad (12)$$

Reguła decyzyjna wskazuje na brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej dla wartości statystyki z próby F_{add} mniejszej lub równej wartości krytycznej testu F_{α} , co świadczy o tym, że nieuzasadnione jest dołączenie zmiennej objaśniającej do modelu. Jeśli statystyka z próby F_{add} jest większa od wartości krytycznej testu F_{α} , wówczas odrzucamy hipotezę zerową na rzecz hipotezy alternatywnej, co wskazuje, że uzasadnione jest wprowadzenie dodatkowej zmiennej objaśniającej do modelu.

10.5. Estymacja modeli tendencji rozwojowej ze zmianami strukturalnymi

Zastosowano podejście od ogółu do szczegółu, wprowadzając wszystkie elementy, i w procesie modelowania określano, czy efekty były trwałe czy chwilowe (w trendzie i wyrazie wolnym). W badaniu wpływu wprowadzonych zmian w kodeksach, ustawodawstwie itd. zastosowano metodologię analogiczną jak w badaniu efektu wpływu nowej informacji (*news effect*) zaproponowanej przez [Goodhart, Hall, Henry, Pesaran 1993]. W wielu szeregach zaobserwowano więcej niż jedną zmianę strukturalną, ale ze względu na dostępność jedynie krótkich szeregów czasowych uwzględniona zostanie tylko jedna zmiana dla każdej z analizowanych zmiennych. W tym celu do modelu (5) wprowadzone zostaną dodatkowe zmienne sztuczne, które pozwolą na potwierdzenie, czy zmiany strukturalne w szeregu były istotne. Postać modelu po wprowadzeniu modyfikacji jest następująca:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta_0 d_t + \delta_1 d_t t + \varepsilon_t \quad (13)$$

gdzie:

d_t – zmienna sztuczna przyporządkowana okresowi (t_{zs}), w którym wystąpiła zmiana strukturalna.

Zmienną sztuczną zdefiniowano następująco:

$$d_t = \begin{cases} 0, & \text{dla } t \leq t_{zs} \\ 1, & \text{dla } t > t_{zs}. \end{cases} \quad (14)$$

Model (13) dla każdej ze zmiennych oszacowany zostanie za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów. W trakcie weryfikacji ilościowej sprawdzone zostanie, czy spełnione są założenia stochastyczne metody, a następnie dokonana zostanie weryfikacja jakościowa umożliwiająca wskazanie, czy zmiany strukturalne obserwowane w szeregach czasowych zmiennych są istotne.

Rozdział 11

Wyniki badania empirycznego

11.1. Brazylia

Analiza rozwoju struktur nadzoru korporacyjnego w Brazylii wskazuje, że zmiany koncentrują się wokół dwóch momentów przełomowych. Pierwszym był rok 2002, w którym w wybranych zmiennych ekonomicznych obserwowane są zmiany strukturalne. Wśród nich wskazać należy: PKB per capita, poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wolumen obrotu, wskaźnik obrotu akcjami na giełdzie, kapitalizację rynku oraz jej udział w PKB. Drugim momentem był rok 2004 dla zmiennych: liczba notowanych spółek oraz zagraniczne inwestycje portfelowe. W roku 2001 w Brazylii uchwalono zmiany przepisów dotyczących rynku kapitałowego i uruchomiono nowe segmenty notowań na giełdzie, z myślą o spółkach stosujących podwyższone standardy ładu korporacyjnego. Jednak dopiero w 2002 roku pierwsze dwie spółki zaczęły być notowane w ramach segmentu Novo Mercado (najwyższego). W tym samym czasie zaktualizowano kodeks dobrej praktyki wydany przez Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a Komisja papierów wartościowych wydała pierwszy własny kodeks, dlatego to właśnie ten rok należy uznać za przełomowy dla brazylijskiego systemu nadzoru korporacyjnego, choć niektóre wielkości mogły zareagować na zmianę z pewnym opóźnieniem.

Badanie, czy zachodzące zmiany miały charakter przełomowy (test ADF w wersji uwzględniającej trzy rodzaje zmian strukturalnych w szeregach czasowych zmiennych) wykazało, że w analizowanych szeregach zaobserwowano trwale zmiany (niestacjonarność wokół wskazanych dat). Jedynie w przypadku zagranicznych inwestycji portfelowych i kapitalizacji rynku nie wystąpiły trwale zmiany (tab. 22).

Badanie stabilności relacji strukturalnych modelu (wzór 5) dla poszczególnych zmiennych względem okresu wskazanego jako data zmiany strukturalnej testowano za pomocą testów Chowa i QLR (tab. 23). Wyniki przeprowadzonych testów potwierdziły występowanie zmian strukturalnych we wskazanych okresach. Rok 2004 potwierdzony został jako rok zmiany dla liczby notowanych spółek i napływu inwestycji portfelowych, natomiast rok 2002 dla pozostałych zmiennych. Kolejno przeprowadzono testy badające, czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennych identyfikujących zmianę w wyrazie wolnym lub zmianę we współczynniku kierunkowym (tab. 23). Wyniki testu na dodanie zmiennej: zmiana w wyrazie wolnym pokazują, że uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej sztucznej do modelu (wzór 5) w przypadku zmiennych PKB per capita i zagranicznych inwestycji bezpośrednich, natomiast wprowadzenie zmiennej sztucznej dla zmiany współczynnika kierunkowego dla

liczby notowanych spółek, napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich i kapitalizacji rynku. Wyniki przeprowadzonego testu Chowa wskazują, że wprowadzone powinny być obie zmienne sztuczne w modelu (wzór 5) dla zmiennych: liczba notowanych spółek, PKB per capita, saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wartość obrotu akcjami, wskaźnik obrotu akcjami oraz kapitalizacja rynku. Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 1% (dla modelu wskaźnika obrotu akcjami) do 74% (model liczby notowanych spółek).

Tabela 22. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresu zmiany

Zmienna	Data załamania	DC	DT	DC, DT
		poziomy zmiennej		
GDPPC	2002	-1,78	-1,96	-4,02
PE	2004	-4,09	-4,62	-5,14*
FDI	2002	-4,14	-1,97	-4,69
MCGDP	2002	-3,42	-3,50	-3,50
LDC	2004	-2,04	-2,77	-3,10
MC	2002	-2,38	-2,34	-5,77*
STT	2002	-2,25	-2,10	-5,06
STV	2002	-2,01	-2,18	-3,18

DC – załamanie w wyrazie wolnym, DT – załamanie we współczynniku kierunkowym,

DC, DT – załamanie w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o występowaniu pierwiastka jednostkowego dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 23. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych

Zmienna	Data załamania	Test Chowa	Test QLR	Test DC	Test DT	R^2
GDPPC	2002	46,20*	49,95*	5,20*	0,03	0,59
PE	2004	0,64	10,9*	0,40	1,01	0,18
FDI	2002	11,81*	11,81*	19,87*	4,63*	0,61
MCGDP	2002	0,22	3,10	0,31	2,08	0,49
LDC	2004	8,62*	15,25*	0,75	5,30*	0,74
MC	2002	6,85*	8,04*	1,48	5,96*	0,71
STT	2002	12,34*	13,72*	2,62	0,13	0,01
STV	2002	7,37*	28,63*	1,98	0,11	0,56

Test Chowa – badanie stabilności parametrów strukturalnych modelu względem wskazanej daty zmiany strukturalnej, Test QLR – test ilorazu wiarygodności Quandta na występowanie załamania strukturalnego w nieokreślonym momencie, Test DC – testowanie, czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę w wyrazie wolnym, Test DT – testowanie, czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

W modelu (wzór 13) zostały wprowadzone zmienne sztuczne identyfikujące zmiany strukturalne w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym. Następnie model został oszacowany dla każdej ze zmiennych i poddany weryfikacji ilościowej (tab. 24). Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 25% (zmienna inwestycje portfelowe) do 94% (zmienna PKB per capita).

Początkowe wartości dla zmiennych ekonomicznych PKB per capita oraz udziału kapitalizacji rynku w PKB wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu miały wartości dodatnie. Wprowadzona do modelu zmienna sztuczna pozwalająca potwierdzić wystąpienie zmiany strukturalnej w szeregach badanych zmiennych potwierdziła, że miało miejsce istotne obniżenie wyjściowego poziomu PKB per capita, napływu zagranicznych inwestycji portfelowych i bezpośrednich. Poziom wyjściowy udziału kapitalizacji rynku w relacji do PKB wzrósł nieznacznie. Szybkość zmian analizowanych wielkości ekonomicznych była statystycznie istotna jedynie dla zmiennej: saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych, która systematycznie, z roku na rok, rosła średnio o 4043,92 mln USD ze średnim błędem szacunku 1386,15 mln USD. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że istotną zmianę zaobserwowano dla zmiennej PKB per capita, dla której szybkość zmian uległa zmianie zarówno co do kierunku (wzrost), jak i siły zmian (duże przyrosty wartości PKB per capita w kolejnych latach).

Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym zmiennych wskazuje, że nastąpił wzrost wartości tempa zmian dla wszystkich analizowanych zmiennych ekonomicznych (rys. 10).

Początkowe wartości zmiennych finansowych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu miały wartości dodatnie i dla zmiennych: liczba notowanych spółek, wskaźnik obrotu akcjami oraz roczny wolumen obrotu akcjami były statystycznie istotne. Wprowadzona do modelu zmienna wskazująca na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej zmiennej była statystycznie istotna dla wszystkich zmiennych finansowych, a jej oszacowana wartość była ujemna. Zmiana strukturalna spowodowała więc skokowe obniżenie poziomu zmiennych finansowych. Szybkość zmian analizowanych zmiennych finansowych była statystycznie istotnie ujemna dla wszystkich zmiennych, co wskazuje, że z roku na rok ich poziomy zmniejszały się aż do momentu zmiany strukturalnej. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że zmiana ta była statystycznie istotna dla wszystkich zmiennych. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym zmiennych wskazuje, że wystąpiło znaczne zmniejszenie spadków liczby notowanych spółek, natomiast w przypadku trzech pozostałych zmiennych zmienił się kierunek zmian, w miejsce spadków pojawiły się wzrosty wartości analizowanych zmiennych finansowych (rys. 11).

Tabela 24. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi

Zmienna	β_0 SE(β_0)	β_1 SE(β_1)	δ_0 SE(δ_0)	δ_1 SE(δ_1)	$\beta_0 + \delta_0$	$\beta_1 + \delta_1$	R^2
GDPPC (2002)	4894,39* (622,90)	-151,07 (123,35)	-12088,80* (1258,89)	1178,39* (145,00)	-7194,41	1027,32	0,94
PE (2004)	5311,17 (7843,39)	-379,24 (1264,08)	-13461,60 (23885,4)	1829,39 (1948,07)	-8150,43	1450,15	0,25
FDI (2002)	1115,66* (6999,74)	4043,92* (1386,15)	-54700,30* (14146,60)	2429,71 (1629,44)	-53584,64	6473,63	0,85
MCGDP (2002)	24,02** (12,70)	1,21 (2,51)	0,19 (25,66)	1,09 (2,96)	24,21	2,30	0,50
LDC (2004)	599,73* (18,70)	-21,19* (3,01)	-172,84* (56,94)	18,45* (4,64)	426,89	-2,74	0,88
MC (2002)	184,60 (162,94)	3,71 (32,27)	-1200,79* (329,31)	127,36* (37,93)	-1016,19	131,07	0,85
STT (2002)	78,49* (9,26)	-4,62* (1,83)	-92,39* (18,72)	9,42* (2,16)	-13,90	4,80	0,62
STV (2002)	17,56* (5,08)	-0,38 (1,01)	-39,18* (10,28)	4,01* (1,18)	-21,62	3,63	0,78

β_i – oszacowane wartości parametrów strukturalnych, $SE(\beta_i)$ – średnie błędy szacunku parametrów strukturalnych ($i=0,1,2,3$), R^2 – współczynnik determinacji oszacowanego modelu, Test DH – wartość statystyki Doornika-Hansena do badania normalności rozkładu składnika losowego modelu.

* Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,05.

** Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,1.

Źródło: Opracowanie własne.

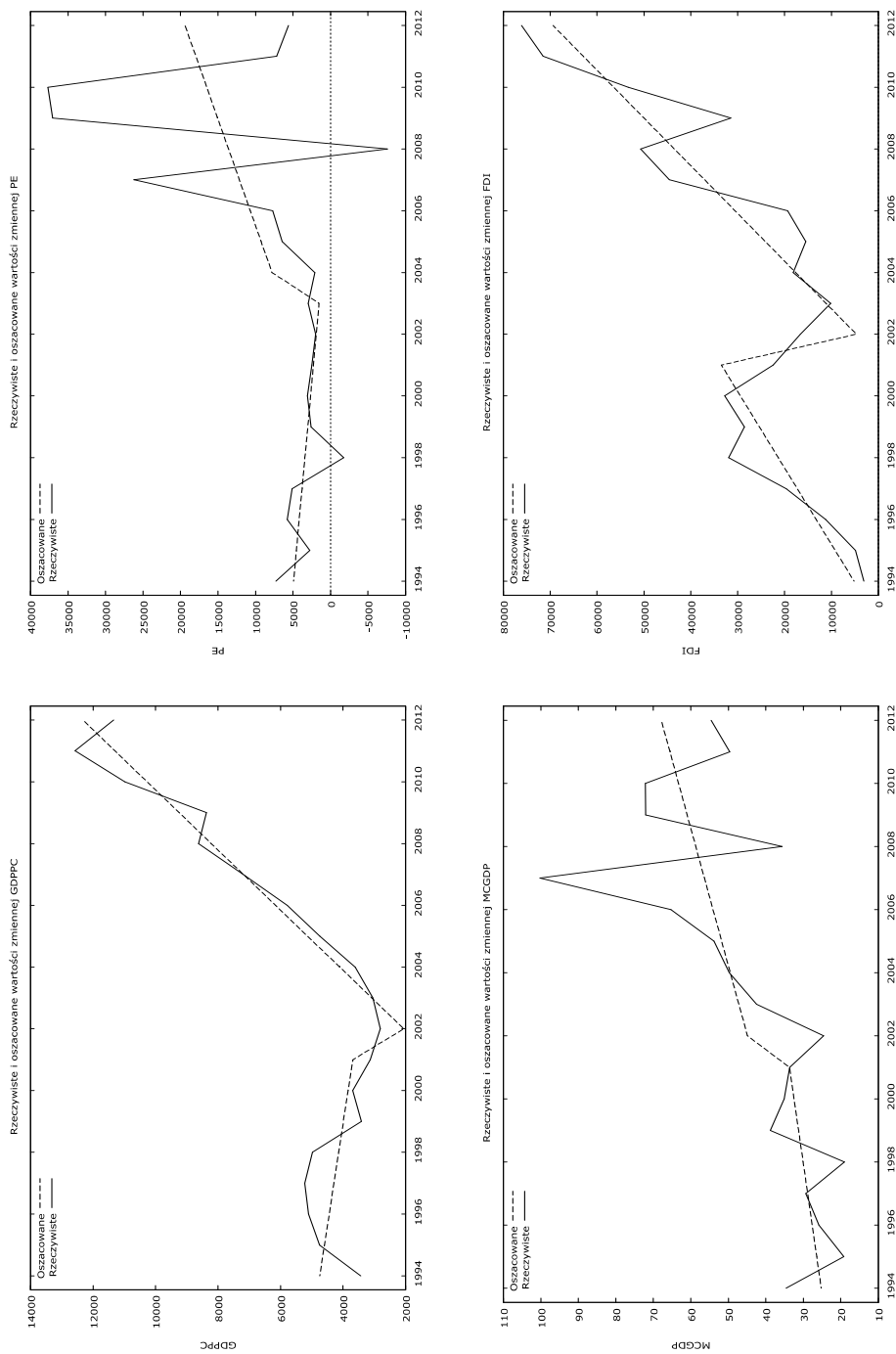
W przypadku PKB per capita model wskazuje, że w wyniku zmiany strukturalnej nastąpiło odwrócenie tendencji: dotychczasowy trend spadkowy przeszedł po 2002 roku w trend rosnący. Modele badające zachowanie kapitału portfelowego oraz kapitalizacji giełdy w relacji do PKB przed i po zmianie okazały się słabo dopasowane do danych rzeczywistych, a ich parametry statystycznie nieistotne. Oznacza to, że analizowana zmiana nie wpłynęła na poziom napływu kapitału portfelowego do Brazylii. Inaczej było w przypadku inwestycji bezpośrednich, gdzie po 2002 roku nastąpił gwałtowny ich napływ, zaś w kolejnych latach można obserwować duże wahania, które można tłumaczyć kryzysem finansowym i niepewną sytuacją na rynkach w tamtym okresie. Postać modelu sugeruje jednak, że tempo napływu nowych inwestycji portfelowych uległo zwiększeniu. Zmienne makroekonomiczne należy jednak analizować z pewną ostrożnością, ponieważ wprowadzone reformy nie muszą być jedynym czynnikiem wpływającym na zmianę tychże wielkości. W przypadku Brazylii należy wziąć również pod uwagę wpływ inwestycji

związanych z organizacją mistrzostw świata w piłce nożnej w 2014 roku oraz olimpiady w 2016 roku. Trzeba jednak pamiętać, że decyzje o przyznaniu organizacji tego typu imprez zapadają zwykle na 6–7 lat przed wydarzeniem, zatem nie nakładają się na moment zidentyfikowany w modelach jako zmiana. Wpływ tych wydarzeń na oszacowane modele opisujące zachowanie zmieniających się rynku kapitałowego, takich jak kapitalizacja, liczba notowanych spółek i wskaźnik i wolumen obrotu (STT i STV) powinien być zdecydowanie niższy.

W przypadku liczby notowanych spółek przed 2004 roku zauważalna była tendencja spadkowa, którą można połączyć z wprowadzeniem na przełomie XX i XXI wieku nowych, bardziej rygorystycznych regulacji prawnych, co powodowało wycofanie się części spółek z notowań. Po 2004 roku zaobserwować można znaczące odbicie, które można skojarzyć z dużym zainteresowaniem emitentów nowymi segmentami notowań, w tym Novo Mercado; niestety kryzys 2008 roku ponownie niekorzystnie wpłynął na liczbę notowanych spółek i uniemożliwił trwałe odwrócenie trendu. Tym niemniej pozytywny wpływ zmian zaobserwować można w znaczącym spowolnieniu spadku liczby notowanych spółek.

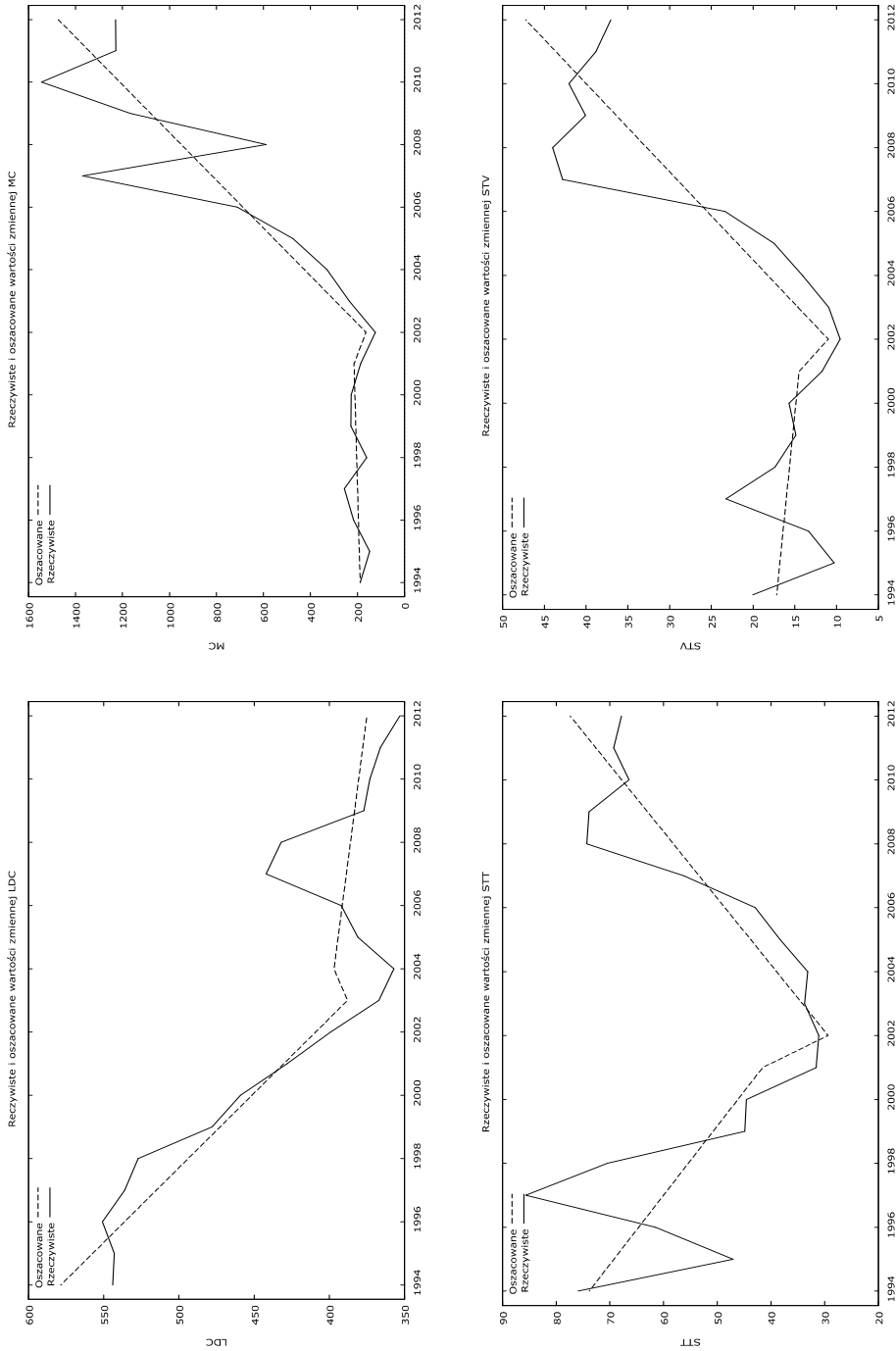
Rok 2002 okazał się przełomowy w obszarze kapitalizacji rynku i obrotów na nim. Względnie stabilny do tej pory poziom kapitalizacji i spadający poziom obrotów zaczęły bardzo dynamicznie rosnąć. Potwierdza to analiza wskaźnika obrotu (STT), z której wynika, że spadkowy trend wartości obrotu w stosunku do PKB został po 2002 roku odwrócony – coroczny spadek o 4,6 punktu procentowego zamienił się w coroczny wzrost wskaźnika obrotu o 4,9 punktu procentowego. Podobnie było w przypadku relacji obrotów do kapitalizacji spółek publicznych – spadkowy trend o 0,4 punktu procentowego rocznie przeszedł w prawie 4-punktowy roczny wzrost.

Można zatem z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że wprowadzone reformy pozytywnie wpłynęły na rozwój giełdy i rynku kapitałowego, a efekty reform, nawet pomimo kryzysu 2008 roku, utrzymują się.



Rysunek 10. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Brazylii w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 11. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Brazylii w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.

11.2. Rosja

Analiza rozwoju struktur nadzoru korporacyjnego w Rosji wskazuje, że zmiany koncentrują się wokół jednego momentu przełomowego – 2002 roku – w którym po długich pracach przyjęto pierwszy kodeks dobrych praktyk oraz zreformowano regulacje dotyczące spółki akcyjnej, rynku kapitałowego, prawa upadłościowego oraz przepisy dotyczące inwestycji zagranicznych.

Badanie, czy zachodzące zmiany miały charakter przełomowy (test ADF w wersji uwzględniającej trzy rodzaje zmian strukturalnych w szeregach czasowych zmiennych) wykazało, że w analizowanych szeregach zaobserwowano trwale zmiany (niestacjonarność wokół wskazanych dat) (tab. 25), co sugeruje, że brak stałości w czasie rozkładów analizowanych szeregów czasowych może być spowodowany wystąpieniem zmian strukturalnych w 2002 roku⁶⁹.

Tabela 25. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian

Zmienna	Data załamania	DC	DT	DC, DT
		poziomy zmiennej		
GDPPC	2002	-1,28	-1,92	-4,96
PE	2002	-4,19	-3,85	-4,63
FDI	2002	-2,69	-3,18	-3,38
MCGDP	2002	-3,55	-2,65	-4,15
LDC	2002	-2,59	-2,76	-2,97
MC	2002	-3,65	-4,11	-4,07
STT	2002	-2,65	-2,50	-3,52
STV	2002	-3,01	-3,55	-3,58

DC – załamanie w wyrazie wolnym, DT – załamanie we współczynniku kierunkowym,

DC, DT – załamanie w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o występowaniu pierwiastka jednostkowego dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Badanie stabilności relacji strukturalnych modelu (wzór 5) dla poszczególnych zmiennych ekonomicznych i finansowych względem roku 2002 testowano za pomocą testów Chowa i QLR (tab. 26). Wyniki testu Chowa wskazującego rok 2002 jako rok zmiany potwierdziły zasadność tego stwierdzenia tylko dla zmiennej PKB per capita. Test QLR potwierdził występowanie zmian strukturalnych w szeregu, ale były to inne lata niż rok 2002.

⁶⁹ Dokonano korekty szeregu zmiennej Stock Traded Turnover poprzez usunięcie wartości z roku 1994, w którym poziom stopy z 317,16% spadł do 5,81%, co w związku z brakiem wcześniejszych wartości Stock Traded Turnover uzasadnia usunięcie tej jednej obserwacji.

Kolejno zbadano, czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennych identyfikujących przełom w wyrazie wolnym lub zmianę we współczynniku kierunkowym od roku 2002 (tab. 26). Wyniki testu na wprowadzenie zmian w wyrazie wolnym pokazują, że nie jest uzasadnione ich wprowadzenie, natomiast wprowadzenie zmian we współczynniku kierunkowym – jedynie dla modelu zmiennej PKB per capita. Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 2% (zmienna: zagraniczne inwestycje portfelowe – PE) do 84% (zmienna: wskaźnik obrotu akcjami – STT).

Tabela 26. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych

Zmienna	Data załamania	Test CHOW'a	Test QLR	Test DC	Test DT	R^2
GDPPC	2002	34,39*	34,39*	0,02	5,10*	0,78
PE	2002	0,44	5,57*	0,27	0,002	0,02
FDI	2002	2,93	11,32*	0,48	3,31	0,72
MCGDP	2002	1,85	9,42*	3,68	0,69	0,41
LDC	2002	1,87	3,59	0,08	0,69	0,70
MC	2002	0,96	6,88*	1,59	2,89	0,64
STT	2002	0,73	5,11*	0,39	0,05	0,84
STV	2002	1,33	11,18*	1,93	3,76	0,79

Test Chowa – badanie stabilności parametrów strukturalnych modelu względem wskazanej daty zmiany strukturalnej, Test QLR – test ilorazu wiarygodności Quandta na występowanie załamania strukturalnego w nieokreślonym momencie, Test DC – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę w wyrazie wolnym, Test DT – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

W modelu (wzór 13) zostały wprowadzone zmienne sztuczne identyfikujące zmiany strukturalne w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym dla roku 2002. Następnie model został oszacowany dla każdej ze zmiennych i poddany weryfikacji ilościowej (tab. 27). Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 7% (zmienna: napływ zagranicznych inwestycji portfelowych) do 96% (zmienna PKB per capita).

Początkowe wartości zmiennych ekonomicznych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne dla zmiennej PKB per capita. Wprowadzona do modelu zmienna wskazująca na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej zmiennej była statystycznie istotna dla zmiennych PKB per capita i relacji kapitalizacji rynku do PKB. Dla zmiennej PKB per capita oszacowana wartość zmiany w poziomie wyjściowym (wyrazie wolnym) była ujemna, natomiast dla udziału kapitalizacji w PKB była dodatnia.

Wprowadzenie zmiennej zmiany strukturalnej w 2002 roku spowodowało obniżenie wartości poziomu badanej zmiennej ekonomicznej dla PKB per capita i napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Natomiast dla zmiennych: napływ inwestycji portfelowych i udziału kapitalizacji rynku w PKB zaobserwowano wzrost wartości wyrazu wolnego. Szybkość zmian analizowanych wielkości ekonomicznych przed momentem przełomowym okazała się statystycznie nieistotna dla wszystkich zmiennych ekonomicznych. Badanie trwałości zmian strukturalnych w wyniku wprowadzonych reform w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że istotną zmianę zaobserwowano dla wartości PKB per capita oraz zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym zmiennych wskazało, że nastąpił wzrost wartości współczynnika dla zmiennych PKB per capita i zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Spadek wartości współczynnika dla napływu zagranicznych inwestycji portfelowych i udziału kapitalizacji w PKB okazał się statystycznie nieistotny (rys. 12).

Tabela 27. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi

Zmienna	β_0 SE(β_0)	β_1 SE(β_1)	δ_0 SE(δ_0)	δ_1 SE(δ_1)	$\beta_0 + \delta_0$	$\beta_1 + \delta_1$	R^2
GDPPC (2002)	2742,86* (685,1)	-100,39 (121,7)	-11474,2* (1680,6)	1301,59* (160,10)	-8731,34	1201,2	0,96
PE (2002)	284,74 (5026,5)	104,27 (893,2)	11382,6 (12330,9)	-901,9 (1173,9)	11667,34	-797,63	0,07
FDI (2002)	1811,75 (8481,9)	197,49 (1507,3)	-34252,7 (20807,7)	4747,8* (1980,9)	-32440,95	4945,29	0,80
MCGDP (2002)	-0,15 (16,8)	3,71 (2,9)	94,45* (41,2)	-5,81 (3,9)	94,3	-2,1	0,58
LDC (2002)	96,03* (32,3)	17,42* (5,7)	63,95 (79,3)	-8,43 (7,6)	159,98	8,99	0,73
MC (2002)	5,02 (199,0)	10,41 (35,4)	-136,70 (488,3)	50,68 (46,5)	-131,68	61,09	0,70
STT (2002)	-4,89 (13,4)	4,74* (2,1)	-33,75 (27,3)	2,95 (2,8)	-38,64	7,69	0,86
STV (2002)	-2,27 (7,3)	1,25 (1,3)	-6,81 (17,8)	2,21 (1,7)	-9,08	3,46	0,84

β_i – oszacowane wartości parametrów strukturalnych, $SE(\beta_i)$ – średnie błędy szacunku parametrów strukturalnych ($i=0,1,2,3$), R^2 – współczynnik determinacji oszacowanego modelu, Test DH – wartość statystyki Doornika-Hansena do badania normalności rozkładu składnika losowego modelu.

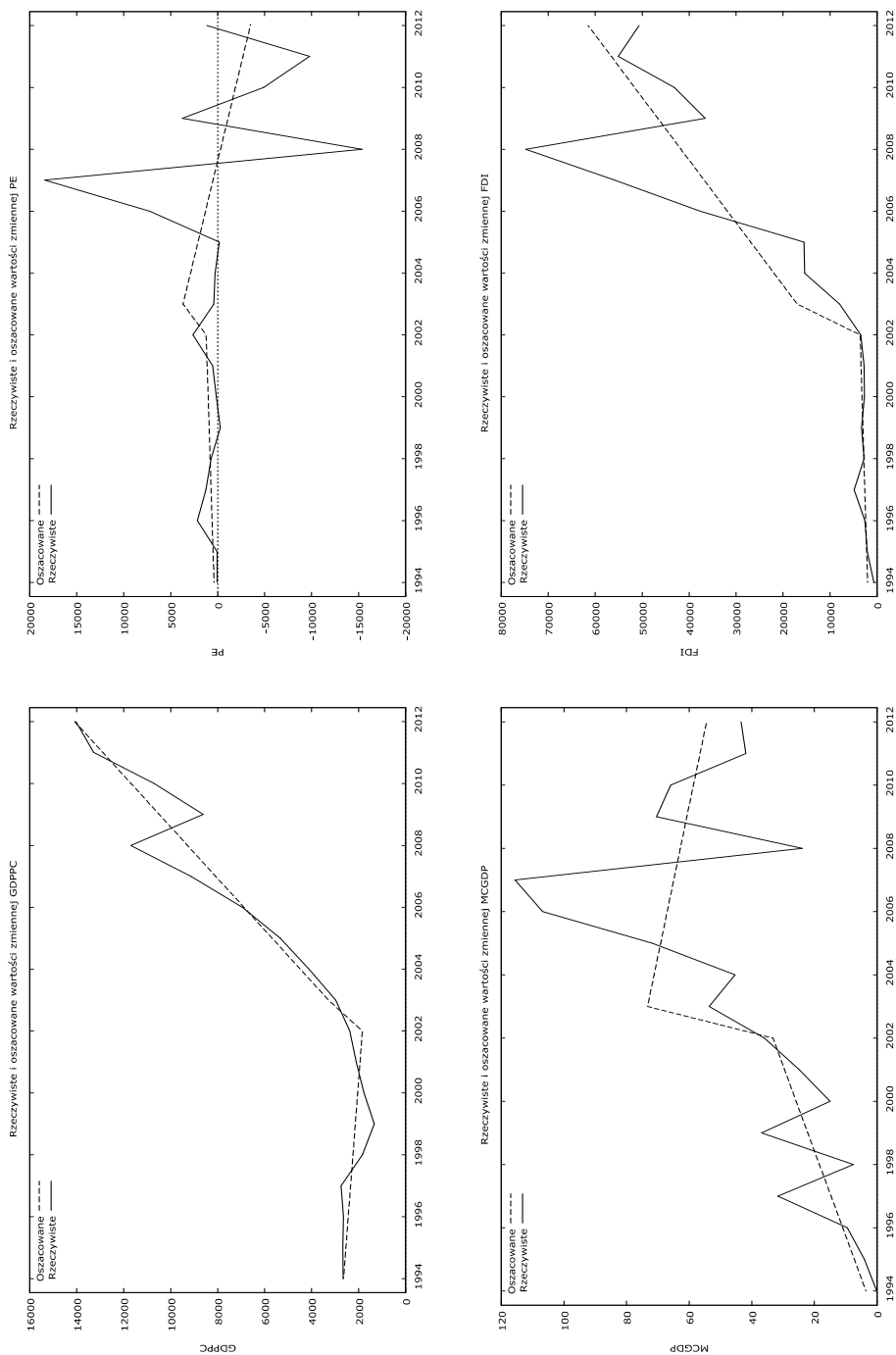
* Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Początkowe wartości zmiennych finansowych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne dla liczby notowanych spółek. Wprowadzona do modelu zmienna wskazująca na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej zmiennej była statystycznie nieistotna dla wszystkich zmiennych finansowych. Zmiana strukturalna spowodowała zwiększenie poziomu wyjściowego dla zmiennych finansowych: liczba notowanych spółek, kapitalizacja i wolumen obrotu akcjami. Szybkość zmian analizowanych wartości finansowych była statystycznie istotnie dodatnia dla zmiennych: liczba notowanych spółek i wskaźnika obrotu akcjami, co wskazuje, że z roku na rok ich wartości rosły. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że zmiana ta była statystycznie nieistotna dla wszystkich zmiennych finansowych. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym wskazuje, że wystąpił spadek szybkości zmian liczby notowanych spółek oraz wzrost dla wartości kapitalizacji rynku oraz wolumenu i wskaźnika obrotu akcjami (rys. 13).

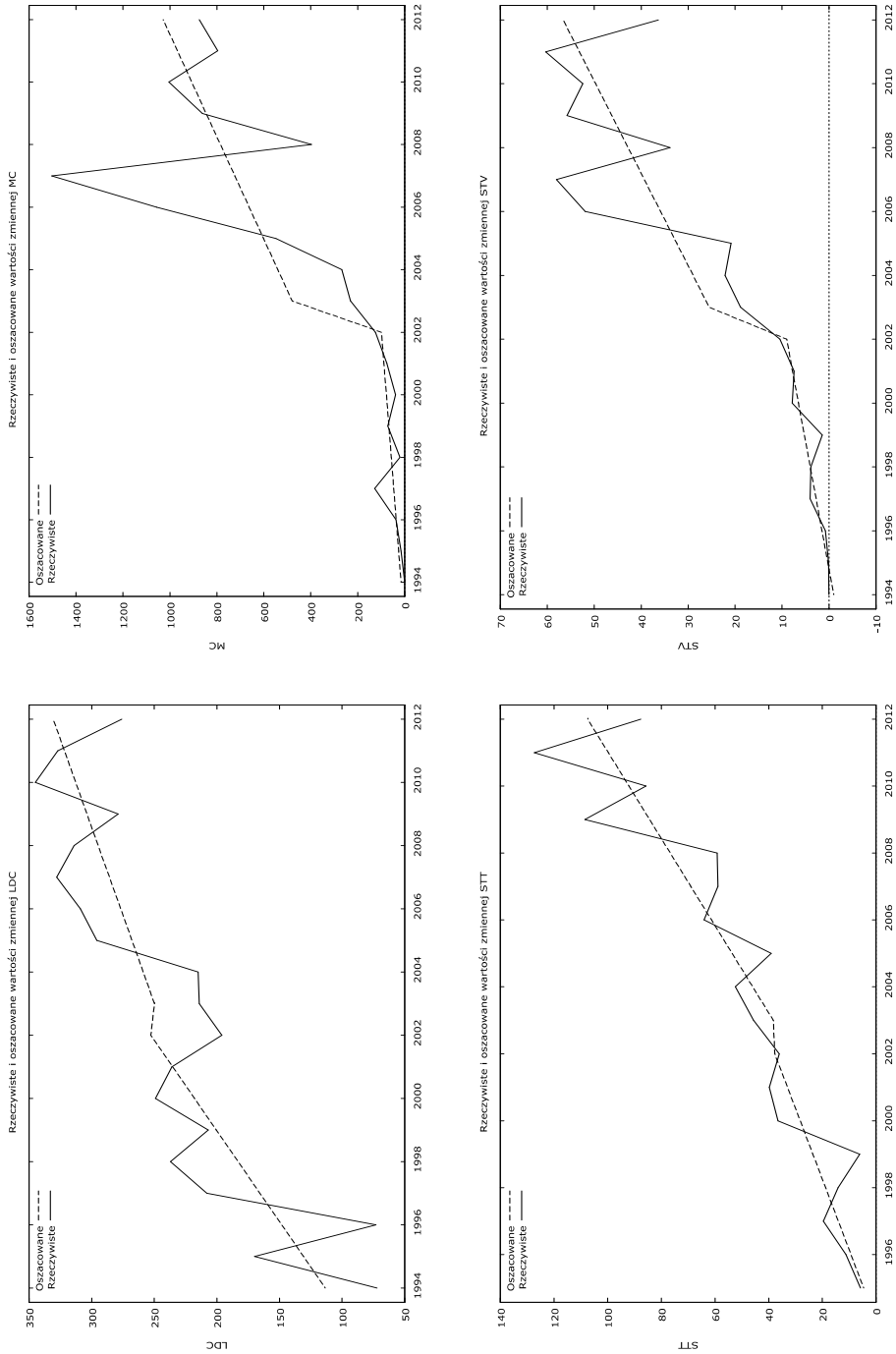
Z analiz wynikają zatem dwa podstawowe wnioski. Po pierwsze, gospodarka rosyjska niełatwo poddaje się modelowaniu, co potwierdza wnioski o turbulentnym, nieprzewidywalnym otoczeniu gospodarczym w tym kraju sformułowane w części opisowej badania. Z oszacowanych modeli jedynie model badający zachowanie liczby spółek w obrocie publicznym przed 2002 rokiem okazał się relatywnie dobrze dopasowany do danych rzeczywistych.

Po drugie, pomimo iż wykresy badanych zmiennych mogły sugerować wystąpienie zmiany strukturalnej po 2002 roku, to wyniki testów stabilności parametrów modelu tego nie potwierdziły. Pozornie, wdrożenie reform regulacji rynku kapitałowego i kodeksu dobrych praktyk wpłynęło na zmniejszenie tempa przyrostu nowych spółek giełdowych, co można tłumaczyć bardziej surowymi wymaganiami stawianymi spółkom publicznym, a zarazem na zwiększenie wartości notowanych spółek przy jednoczesnym wzroście obrotów, zarówno w ujęciu względem PKB, jak i względem kapitalizacji. Oszacowane parametry modelu z uwzględnieniem zmian w przypadku żadnej ze zmiennych opisujących rynek kapitałowy nie okazały się statystycznie istotne. Paradoksalnie, statystyczna istotność zmian została potwierdzona w przypadku zmiennych PKB per capita i napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, jednak tu pojawił się problem, że parametry modeli opisujących sytuację przed zmianą (zwłaszcza współczynniki kierunkowe) okazały się nieistotne statystycznie.



Rysunek 12. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Rosji w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 13. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Rosji w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.

11.3. Indie

Badanie zjawisk mających wpływ na kształt nadzoru korporacyjnego w Indiach wykazało, że przełomy obserwowane są w kilku okresach. Pierwszym był rok 2000, kiedy opublikowany został raport Komitetu Birla i przyjęto szeroko zakrojone reformy systemu corporate governance, określane mianem Klauzuli 49. Zapisy kodeksu były wdrażane stopniowo, obejmując najpierw największe spółki, a od 2002 roku spółki średnie. W roku 2004 w efekcie prac Komitetu Murthy'ego przyjęto nowelizację Klauzuli 49, której wdrożenie zostało odroczone do roku 2006 ze względu na duży zakres zmian i konieczność przeprowadzenia procesów dostosowawczych (rys. 14 i 15).

Badanie, czy zachodzące zmiany miały charakter przełomowy (test ADF w wersji uwzględniającej trzy rodzaje zmian strukturalnych w szeregach czasowych zmiennych) wykazało, że w analizowanych szeregach zaobserwowano trwałe zmiany (niestacjonarność wokół wskazanych dat) (tab. 28), co sugeruje, że brak stałości w czasie rozkładów analizowanych szeregów czasowych może być spowodowany wystąpieniem zmian strukturalnych. Wyjątek stanowiła wielkość zagranicznych inwestycji portfelowych, dla której nie potwierdzono istotności występowania wpływu momentów przełomowych na jej dynamikę w czasie.

Tabela 28. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian

Zmienna	Data załamania	DC	DT	DC, DT
		poziomy zmiennej		
GDPPC	2002	-1,54	-1,57	-4,89
PE	2002	-7,13*	-8,50*	-9,27*
FDI	2002	-2,05	-2,18	-2,39
MCGDP	2002	-2,78	-3,04	-3,02
LDC	2004	-3,11	-2,86	-3,16
MC	2002	-2,78	-3,03	-4,28
STT	2000	-2,47	-3,45	-3,25
STV	2000	-2,71	-2,99	-3,40

DC – załamanie w wyrazie wolnym, DT – załamanie we współczynniku kierunkowym,

DC, DT – załamanie w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o występowaniu pierwiastka jednostkowego dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Badanie stabilności relacji strukturalnych modelu (wzór 5) dla poszczególnych zmiennych względem okresu wskazanego jako data zmiany testowano za pomocą testów Chowa i QLR (tab. 29). Wyniki przeprowadzonych testów potwierdziły występowanie zmian strukturalnych we wskazanych okresach. Rok 2000 potwierdzony został jako rok zmiany dla wolumenu i wskaźnika obrotu, rok 2002 dla zmiennych: PKB per capita, zagraniczne inwestycje portfelowe, zagraniczne inwestycje bezpośrednie, kapitalizacja ryn-

ku oraz jej udział w PKB, zaś rok 2004 dla liczby notowanych spółek. Kolejno przeprowadzono testy (dodanych zmiennych DC lub DT), czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennych identyfikujących zmianę w wyrazie wolnym lub zmianę we współczynniku kierunkowym (tab. 29). Wyniki testu na dodanie zmiennej: zmiana w wyrazie wolnym pokazują, że uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej sztucznej do modelu (5) w przypadku zmiennych: PKB per capita, liczba notowanych spółek oraz wolumenu i wskaźnika obrotu, natomiast wprowadzenie zmiennej sztucznej dla zmiany współczynnika kierunkowego tylko dla zmiennej: liczba notowanych spółek. Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 2% (dla modelu zmiennej STT) do 87% (dla modelu zmiennej PKB per capita).

Tabela 29. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych

Zmienna	Data załamania	Test Chowa	Test QLR	Test DC	Test DT	R^2
GDPPC	2002	60,72*	65,75*	3,22**	0,37	0,87
PE	2002	0,23	0,90	0,05	0,32	0,19
FDI	2002	2,91**	13,59*	0,60	0,26	0,71
MCGDP	2002	0,91	5,32*	0,70	1,77	0,42
LDC	2004	10,63*	12,09*	22,40*	16,20*	0,20
MC	2002	2,41	5,05*	0,09	0,80	0,67
STT	2000	24,16*	50,31*	6,20*	0,00	0,02
STV	2000	4,49*	7,08*	3,27**	0,04	0,23

Test Chowa – badanie stabilności parametrów strukturalnych modelu względem wskazanej daty zmiany strukturalnej, Test QLR – test ilorazu wiarygodności Quandta na występowanie załamania strukturalnego w nieokreślonym momencie, Test DC – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę w wyrazie wolnym, Test DT – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,05.

** Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,1.

Źródło: Opracowanie własne.

Do modelu (wzór 13) zostały wprowadzone zmienne sztuczne identyfikujące zmiany strukturalne w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym. Następnie model został oszacowany dla każdej ze zmiennych i poddany weryfikacji ilościowej (tab. 30). Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 21% (dla modelu zmiennej: zagraniczne inwestycje portfelowe) do 98% (zmienna: PKB per capita).

Tabela 30. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi

Zmienna	β_0 SE(β_0)	β_1 SE(β_1)	δ_0 SE(δ_0)	δ_1 SE(δ_1)	$\beta_0 + \delta_0$	$\beta_1 + \delta_1$	R^2
GDPPC (2002)	354,02* (41,5)	15,24* (8,2)	-911,92* (83,8)	95,85* (97)	-557,9	111,09	0,99
PE (2002)	3740,15 (9150,3)	-254,97 (1812,0)	-7594,85 (18492,8)	1385,6 (2130,0)	-3854,70	1130,63	0,21
FDI (2002)	891,47 (5500,5)	440,22 (1089,3)	-26025,7* (11116,5)	2881,87* (1280,4)	-25134,23	3322,09	0,79
MCGDP (2002)	37,35** (19,5)	-1,31 (3,9)	-15,21 (39,3)	4,76 (4,5)	22,14	3,45	0,48
LDC (2004)	5236,6* (216,5)	73,38* (34,9)	-1145** (659,4)	-17,69 (53,8)	4091,60	55,69	0,67
MC (2002)	124,11 (236,9)	1,71 (46,9)	-943,14** (478,9)	119,83* (55,2)	-819,03	121,54	0,75
STT (2000)	-27,94 (33,3)	34,83* (8,5)	339,79* (48,9)	-49,49* (8,9)	311,85	-14,66	0,77
STV (2000)	-7,33 (18,9)	10,19** (4,8)	82,83* (27,7)	-11,25* (5,1)	75,50	-1,06	0,52

β_i – oszacowane wartości parametrów strukturalnych, $SE(\beta_i)$ – średnie błędy szacunku parametrów strukturalnych ($i=0,1,2,3$), R^2 – współczynnik determinacji oszacowanego modelu, Test DH – wartość statystyki Doornika-Hansena do badania normalności rozkładu składnika losowego modelu.

* Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,05.

** Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,1.

Źródło: Opracowanie własne.

Początkowe wartości zmiennych ekonomicznych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne dla zmiennych PKB per capita i udziału kapitalizacji rynku w PKB. Wprowadzony do modelu parametr wskazujący na zmianę strukturalną w wyrazie wolnym w szeregu czasowym badanej zmiennej był statystycznie istotny dla PKB per capita oraz zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Dla obu zmiennych oszacowana wartość była ujemna, co oznacza obniżenie bazowego poziomu obu tych wartości w wyniku zaistniałych zmian. Spadek wartości wyrazu wolnego zaobserwowano również dla zagranicznych inwestycji portfelowych oraz udziału kapitalizacji w PKB.

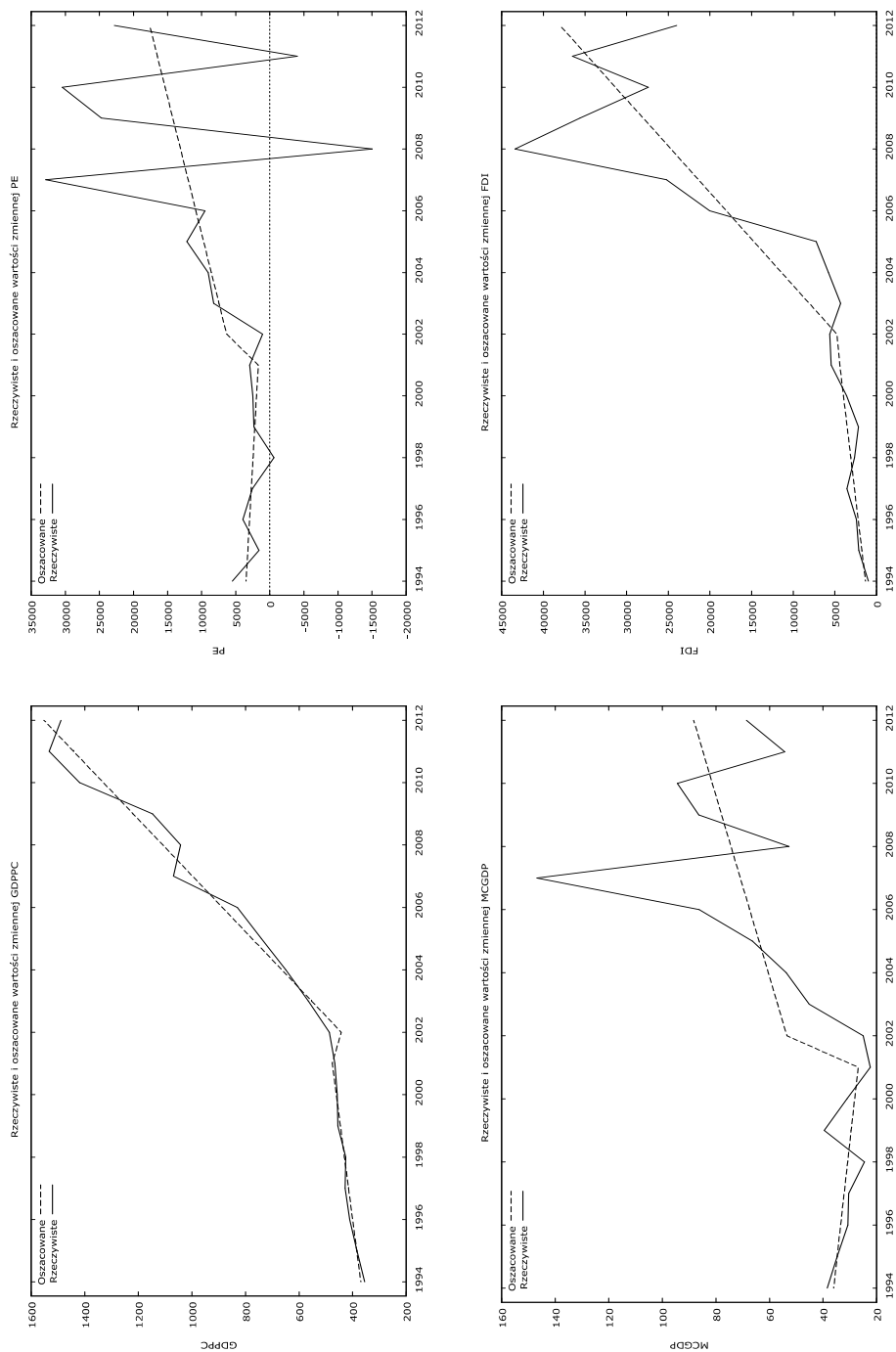
W modelu nieuwzględniającym przełomu tempo zmian analizowanych wartości ekonomicznych było statystycznie istotne jedynie dla PKB per capita, który systematycznie, z roku na rok, rósł średnio o 15,24 USD ze średnim błędem szacunku 8,2 USD. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że istotną zmianę zaobserwowano dla PKB per capita oraz zagranicznych inwestycji bezpośrednich, dla których szybkość zmian uległa istotnej zmianie po okresie zmiany strukturalnej. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym

zmiennych wskazuje, że w przełomowych latach miała miejsce zmiana tempa wzrostu dla wszystkich zmiennych ekonomicznych (rys. 14).

Początkowe wartości zmiennych finansowych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne dla liczby notowanych spółek. Wprowadzona do modelu zmienna wskazująca na zmianę strukturalną w szeregu czasowym była statystycznie istotna dla wszystkich analizowanych wielkości finansowych. Zmiana strukturalna spowodowała obniżenie poziomu wyjściowego dla liczby notowanych spółek oraz, co wydaje się logiczną konsekwencją – spadek kapitalizacji rynku. W przypadku zmiennych opisujących obrót giełdowy (wolumen oraz wskaźnik obrotu) zmiana strukturalna wpłynęła na podwyższenie wartości wyrazu wolnego. Szybkość zmian analizowanych zmiennych finansowych była statystycznie istotnie dodatnia dla liczby notowanych spółek oraz wolumenu i wskaźnika obrotu, co wskazuje, że z roku na rok ich wartości rosły. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że zmiana ta była statystycznie istotna dla zmiennych: kapitalizacja rynku oraz wolumen i wskaźnik obrotu. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym modelu wskazuje, że wystąpił spadek tempa zmian w przypadku liczby notowanych spółek, oraz wolumenu i wskaźnika obrotu, a zwiększenie tempa wzrostu kapitalizacji rynku (rys. 15).

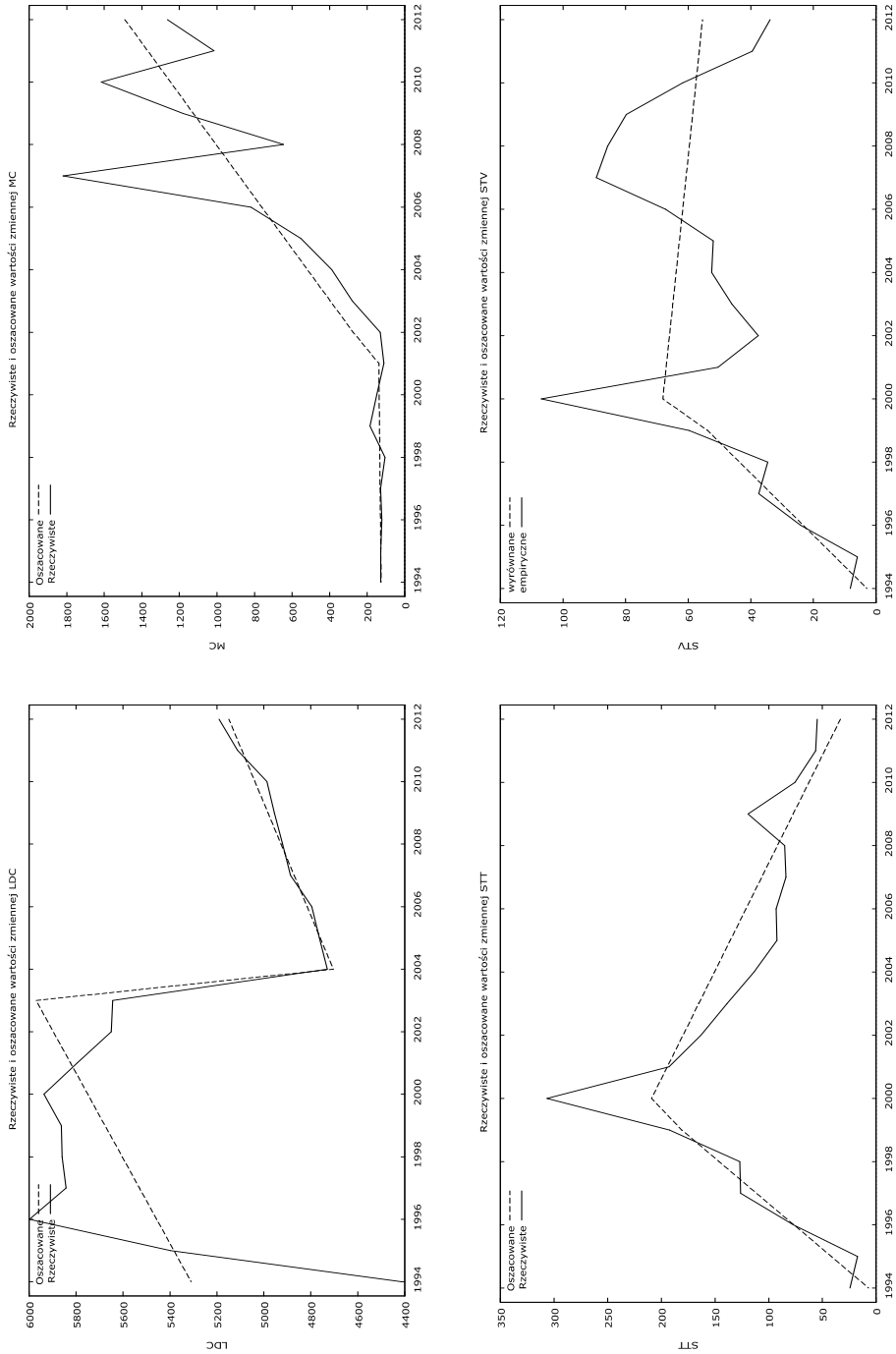
Analiza zmiennych makroekonomicznych wskazała, że wdrożenie reform przyniosło efekty w postaci przyspieszenia tempa wzrostu PKB per capita. Do roku 2002 przeciętny roczny wzrost PKB per capita wynosił 15 USD na mieszkańca, zaś od 2002 roku przeciętnie 111 USD na mieszkańca. Znaczące zmiany można zaobserwować również w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, których średnie roczne tempo napływu wzrosło z 440 mln USD do 2,88 mld USD rocznie. Oczekiwane po analizie wykresów zmiany w poziomach i tempie wzrostu inwestycji portfelowych i kapitalizacji względem PKB okazały się nieistotne ze statystycznego punktu widzenia.

W przypadku modeli ilustrujących charakterystyki rynku kapitałowego zaobserwować można znaczący wpływ przeprowadzonych reform na wszystkie badane zmienne. W przypadku liczby spółek publicznych większe wymagania stawiane spółkom giełdowym okazały się zbyt restrykcyjne dla wielu emitentów i doprowadziły do gwałtownego spadku liczby notowanych podmiotów. Spowolnieniu uległo również tempo przyrostu nowych spółek publicznych. Pozytywnym aspektem wprowadzonych reform było przyspieszenie przeciętnego tempa wzrostu kapitalizacji spółek giełdowych z 1,71 mld USD do 121,54 mld USD rocznie, co przy głębokim spadku liczby notowanych podmiotów można uznać za dowód wzrostu zaufania rynku do emitentów, którzy zdecydowali się podporządkować surowszemu rygorowi corporate governance. Niestety, wbrew oczekiwaniom wprowadzenie reform negatywnie odbiło się na płynności rynku i to zarówno tej mierzonej w relacji do PKB, jak i kapitalizacji rynku. Wzrostowe do 2000 roku trendy zostały przełamane, co świadczy o tym, że poziom realizowanych obrotów nie nadążał za rosnącą kapitalizacją i PKB.



Rysunek 14. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Indiach w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 15. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Indiach w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.

11.4. Chiny

Przeprowadzone w rozdziałach teoretycznych analizy wykazały istnienie dwóch momentów przełomowych dla systemu nadzoru korporacyjnego w Chinach. Pierwszym był rok 2001, w którym zaobserwowano znaczące zmiany w wartości rocznego wolumenu obrotu akcjami, oraz rok 2005 dla pozostałych badanych zmiennych (rys. 16 i 17). Rok 2001 był momentem przystąpienia Chin do Światowej Organizacji Handlu (WTO). W roku tym opublikowano wytyczne dotyczące wprowadzania dyrektorów niezależnych do rad spółek giełdowych oraz przyjęto kodeks dobrych praktyk dla spółek giełdowych oparty na zasadach OECD, jednak uwzględniający uwarunkowania i problemy chińskich emitentów. Ponadto w 2001 roku utworzono China Securities Depository and Clearing Corporation Limited (SD&C), która zapewnia rejestrację, usługi depozytowe i rozliczeniowe dla zajmujących się obrotem papierami wartościowymi. Drugim bardzo ważnym momentem był rok 2005, ogłoszony przez chińskie władze rokiem corporate governance, co miało nadać tej kwestii najwyższy priorytet. Rok wcześniej zapoczątkowano dalsze próby reform, nakreślając strategiczne znaczenie rynku kapitałowego dla rozwoju gospodarki narodowej. W 2004 roku opublikowano wiele ważnych raportów i regulacji, m.in. Opinions on Promoting the Reform, Opening and Steady Growth of Capital Markets, Provisions on Strengthening the Protection of the Rights and Interests of Public Shareholders, Provisions on Strengthening the Protection of the Rights and Interests of the General Public Shareholders oraz Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies.

Badanie, czy zachodzące zmiany miały charakter przełomowy (test ADF w wersji uwzględniającej trzy rodzaje zmian strukturalnych w szeregach czasowych zmiennych) wykazało, że w analizowanych szeregach zaobserwowano trwałe zmiany (niestacjonarność wokół wskazanych dat) (tab. 31). Wyjątek stanowiły zmienne PE i FDI, dla których nie potwierdzono istotności występowania wpływu momentów przełomowych na ich dynamikę w czasie.

Badanie stabilności relacji strukturalnych modelu (wzór 5) dla poszczególnych zmiennych względem okresu wskazanego, jako daty zmiany strukturalnej, testowano za pomocą testów Chowa i QLR (tab. 32). Wyniki przeprowadzonych testów potwierdziły występowanie zmiany we wskazanych okresach. Rok 2001 potwierdzony został jako rok zmiany dla wolumenu obrotu, natomiast rok 2005 dla pozostałych zmiennych. Kolejno przeprowadzono testy (dodanych zmiennych DC lub DT), czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennych identyfikujących zmianę w wyrazie wolnym lub zmianę we współczynniku kierunkowym (tab. 32). Wyniki testu na istotność zmiany w wyrazie wolnym pokazują, że uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej sztucznej do modelu (wzór 5) w przypadku zagranicznych inwestycji portfelowych i bezpośrednich, liczby notowanych podmiotów, kapitalizacji rynku oraz wskaźnika obrotu, natomiast wprowadzenie zmiennej sztucznej dla współczynnika kierunkowego dla PKB per capita i kapitalizacji rynku. War-

tość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 3% (zmienna wskaźnik obrotu akcjami) do 82% (zmienna PKB per capita).

Tabela 31. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian

Zmienna	Data załamania	DC	DT	DC, DT
		poziomy zmiennej		
GDPPC	2005	-1,21	-1,46	-4,07
PE	2005	-5,53*	-4,35	-7,26*
FDI	2005	-1,95	-2,80	-6,36*
MCGDP	2005	-3,38	-2,92	-4,35
LDC	2005	-2,60	-2,52	-3,97
MC	2005	-3,89	-4,29	-4,22
STT	2001	-2,88	-2,07	-5,18
STV	2005	-3,24	-3,08	-3,21

DC – załamanie w wyrazie wolnym, DT – załamanie we współczynniku kierunkowym,

DC, DT – załamanie w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o występowaniu pierwiastka jednostkowego dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 32. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych

Zmienna	Data załamania	Test Chowa	Test QLR	Test DC	Test DT	R^2
GDPPC	2005	246,04*	297,69*	0,55	5,89*	0,82
PE	2005	2,03	2,02	3,62**	1,99	0,41
FDI	2005	22,81*	22,95*	6,73*	0,04	0,78
MCGDP	2005	2,13	12,70*	1,98	0,60	0,37
LDC	2005	9,37*	11,86*	7,17*	2,10	0,95
MC	2005	2,93**	14,82*	4,69*	6,18*	0,66
STT	2001	6,88*	6,88*	6,41*	0,43	0,03
STV	2005	1,20	33,01*	2,47	2,45	0,45

Test Chowa – badanie stabilności parametrów strukturalnych modelu względem wskazanej daty zmiany strukturalnej, Test QLR – test ilorazu wiarygodności Quandta na występowanie załamania strukturalnego w nieokreślonym momencie, Test DC – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę w wyrazie wolnym, Test DT – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,05.

** Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,1.

Źródło: Opracowanie własne.

W modelu (wzór 13) zostały wprowadzone zmienne sztuczne identyfikujące zmiany strukturalne w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym. Następnie model został oszacowany dla każdej ze zmiennych i poddany weryfikacji ilościowej (tab. 33). Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 49% (zmienna wskaźnik obrotu akcjami) do 99% (zmienna PKB per capita).

Początkowe wartości zmiennych ekonomicznych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne. Wprowadzony do modelu parametr wskazujący na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej wielkości ekonomicznej był statystycznie istotny dla zmiennych PKB per capita, zagraniczne inwestycje bezpośrednie oraz udział kapitalizacji rynku w PKB. Dla PKB per capita i inwestycji bezpośrednich jego oszacowana wartość była ujemna, natomiast dla udziału kapitalizacji rynku w PKB zaobserwowano istotną zmianę dodatnią. Zmiana strukturalna spowodowała obniżenie wartości wyrazu wolnego (poziomu badanej zmiennej ekonomicznej) dla pierwszych dwóch zmiennych oraz wzrost wartości wyrazu wolnego dla ostatniej z wymienionych wielkości.

W modelu wyjściowym, nieuwzględniającym zmiany strukturalnej, tempo zmian analizowanych wielkości ekonomicznych było statystycznie istotne jedynie dla PKB per capita, który systematycznie, z roku na rok, rósł średnio o 88,57 USD ze średnim błędem szacunku 13,1 USD. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że istotną zmianę zaobserwowano dla wartości PKB per capita i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, dla których tempo przyrostu uległo znacznemu zwiększeniu po okresie zmiany strukturalnej. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym modelu wskazuje, że nastąpił wzrost wartości współczynnika dla PKB per capita i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, zaś spadek zaobserwowano dla napływu zagranicznych inwestycji portfelowych i udziału kapitalizacji rynku w PKB (rys. 16).

Początkowe wartości (tj. w modelu nieuwzględniającym przełomu) zmiennych finansowych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne w przypadku liczby notowanych spółek oraz wskaźnika obrotu giełdowego. Wprowadzony do modelu parametr wskazujący na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej wielkości ekonomicznej był statystycznie istotny dla tych dwóch zmiennych, a jego oszacowana wartość była ujemna. Zmiana strukturalna spowodowała zatem obniżenie wartości wyrazu wolnego (poziomu badanej zmiennej finansowej) dla trzech wielkości: liczby notowanych spółek, kapitalizacji rynku oraz wskaźnika obrotu, natomiast w przypadku wolumenu obrotu zmiana poziomu wyrazu wolnego była dodatnia. Szybkość zmian analizowanych wielkości finansowych była statystycznie istotnie dodatnia dla liczby notowanych spółek, co wskazuje, że z roku na rok jej wartość rosła średnio o 113 spółek ze średnim błędem szacunku 10 spółek. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że zmiana ta była statystycznie

istotna dla liczby notowanych spółek i wskaźnika obrotu. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym zmiennych wskazuje, że wystąpił wzrost tempa przyrostu liczby notowanych spółek, natomiast dla wskaźnika obrotu miała miejsce zmiana tendencji: ze spadków na wzrosty (rys. 17).

Tabela 33. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi

Zmienna	β_0 $SE(\beta_0)$	β_1 $SE(\beta_1)$	δ_0 $SE(\delta_0)$	δ_1 $SE(\delta_1)$	$\beta_0 + \delta_0$	$\beta_1 + \delta_1$	R^2
GDPPC (2005)	389,19* (88,9)	88,57* (13,1)	-6487,5* (344)	543,46* (24,9)	-6098,31	632,04	0,99
PE (2005)	-1835,4 (11858,5)	839,66 (1512,1)	36743,1 (26494,9)	-1591,3 (2138,5)	34907,68	-751,65	0,56
FDI (2005)	31747,7* (13523,5)	1982,51 (1993,9)	-226506* (52337,3)	22391,3* (3793,2)	-194758,30	24373,81	0,95
MCGDP (2005)	5,83 (20,1)	3,52 (2,9)	147,18** (77,9)	-8,26 (5,6)	153,00	-4,74	0,51
LDC (2005)	218,34* (65,3)	113,34* (9,6)	-973,19* (252,7)	52,78* (18,3)	-754,85	166,12	0,98
MC (2005)	-62,34 (691,2)	68,82 (101,9)	-556,14 (2674,9)	205,63 (193,9)	-618,48	274,45	0,76
STT (2001)	244,9* (44,2)	-13,71 (9,9)	-271,23* (75,2)	25,39* (10,8)	-26,36	11,69	0,49
STV (2005)	20,22 (28,9)	1,79 (4,3)	33,59 (112,1)	2,16 (8,1)	53,81	3,95	0,53

β_i – oszacowane wartości parametrów strukturalnych, $SE(\beta_i)$ – średnie błędy szacunku parametrów strukturalnych ($i=0,1,2,3$), R^2 – współczynnik determinacji oszacowanego modelu, Test DH – wartość statystyki Doornika-Hansena do badania normalności rozkładu składnika losowego modelu.

* Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,05.

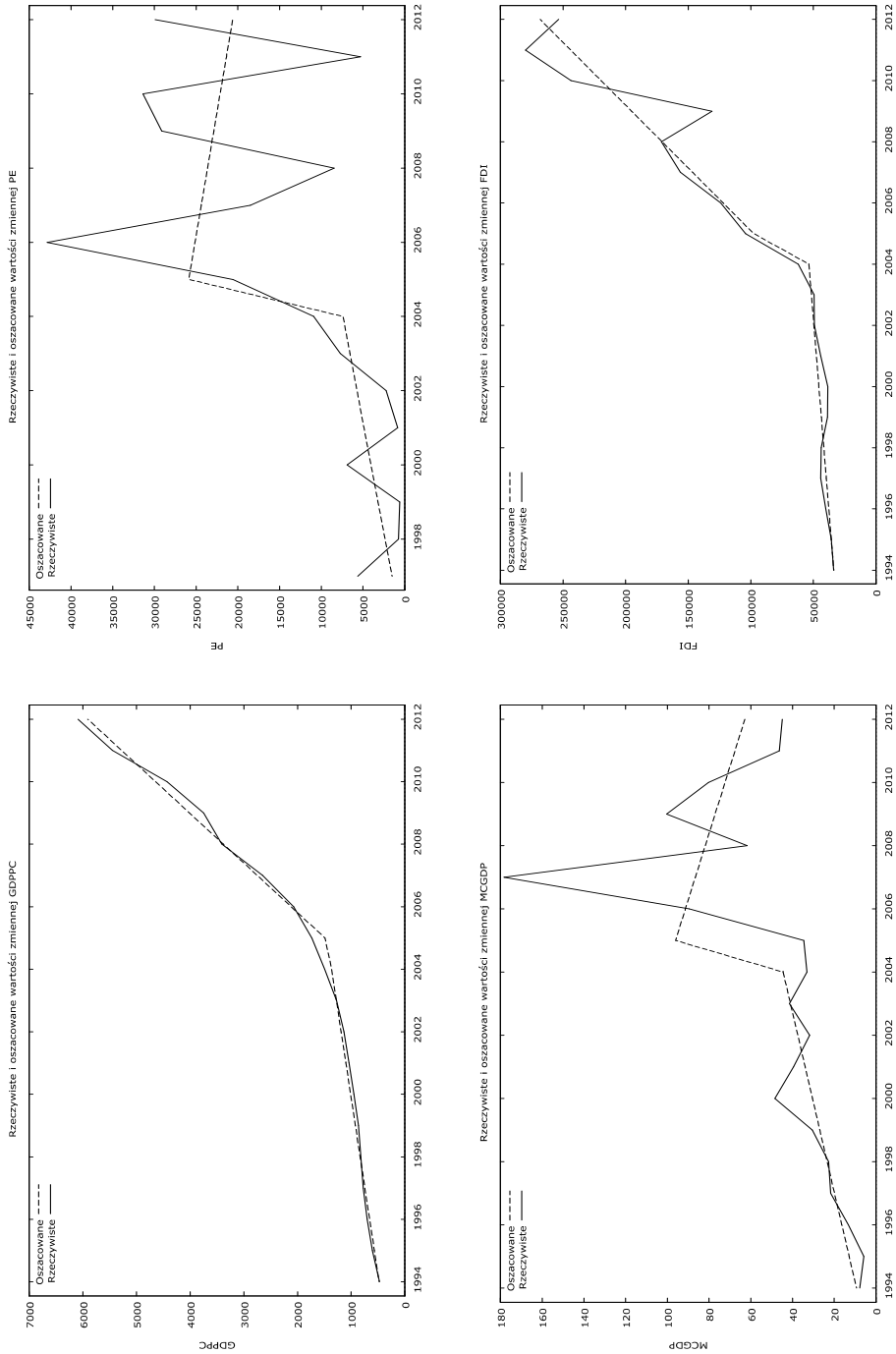
** Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,1.

Źródło: Opracowanie własne.

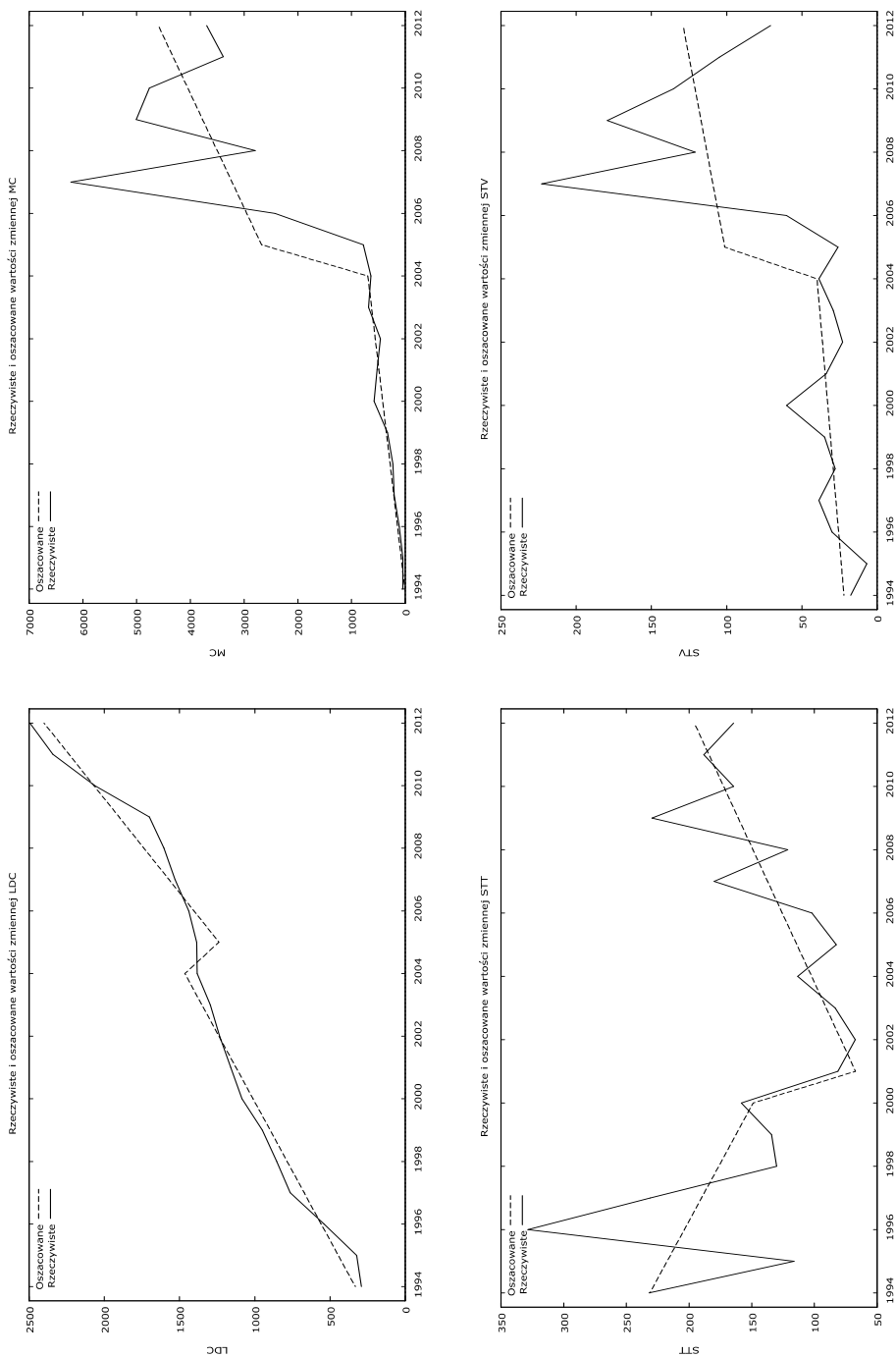
Modele zmiennych makroekonomicznych wskazują na dobre dopasowanie oszacowań zmiennej do danych rzeczywistych w przypadku PKB per capita oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Oszacowane wartości parametrów strukturalnych tych dwóch modeli okazały się statystycznie istotne i potwierdzają, że rok 2005 należy uznać za przełomowy. Tempo wzrostu PKB per capita przyspieszyło z niespełna 89 USD do ponad 632 USD rocznie, zaś napływ nowych zagranicznych inwestycji bezpośrednich z poziomu niespełna 2 mld USD do ponad 24 mld USD rocznie. W przypadku zmiennych opisujących rynek kapitałowy zaobserwowano statystycznie istotny przełom

w 2005 roku dla liczby notowanych spółek. Tempo przyrostu nowych emitentów wzrosło ze 113 do 166 spółek rocznie. Mniej jednoznaczne są wyniki uzyskane dla modelu opisującego wskaźnik obrotu giełdowego w stosunku do PKB. Dane statystyczne sugerują, że po 2001 roku nastąpiło odwrócenie spadkowego trendu – roczny spadek obrotów w relacji do PKB do 2001 roku obniżał się średnio o prawie 14 punktów procentowych, zaś od 2002 roku zaczął wzrastać w tempie blisko 12 punktów procentowych rocznie.

Niestety, pomimo iż wykresy zmiennych sugerują występowanie skokowego wzrostu kapitalizacji spółek publicznych i realizowanych obrotów względem niej, to oszacowane modele nie potwierdziły statystycznej istotności tych zmian we wskazanych okresach zmian strukturalnych.



Rysunek 16. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Chinach w latach 1994–2012

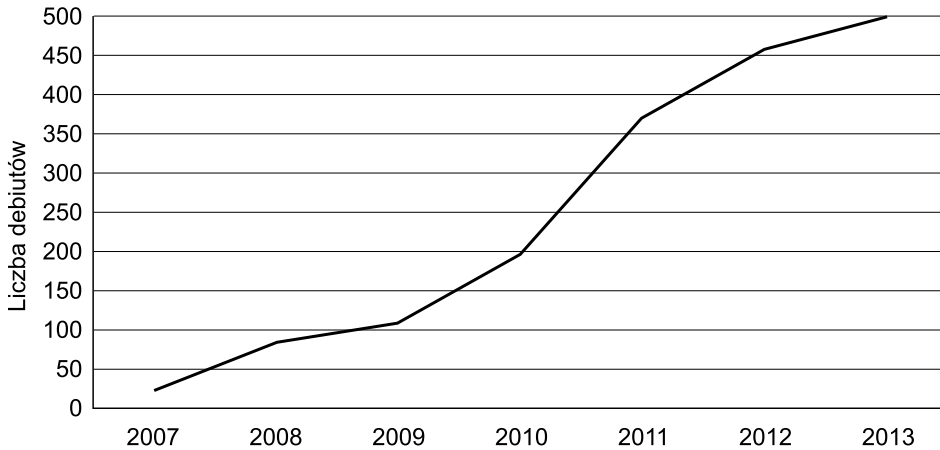


Rysunek 17. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Chinach w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.

11.5. Polska

Badanie zjawisk mających wpływ na kształt nadzoru korporacyjnego w Polsce wykazało, że przełomy zaobserwowano w dwóch okresach. Pierwszym był rok 2005, w którym wystąpiły zmiany w szeregach czasowych zmiennych: zagraniczne inwestycje portfelowe, zagraniczne inwestycje bezpośrednie, kapitalizacja rynku, udział kapitalizacji rynku w PKB, wolumen obrotu akcjami i wskaźnik obrotu akcjami. Drugim zaś był rok 2009 dla liczby notowanych spółek (rys. 20 i 21). Rok 2005 to moment przyjęcia nowych ustaw regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego oraz wejścia w życie drugiego wydania Kodeksu dobrych praktyk w spółkach publicznych. Dynamiczny wzrost liczby spółek publicznych od 2009 roku można uzasadnić uruchomieniem przez GPW alternatywnego systemu obrotu NewConnect (rys. 18), który w ciągu pierwszych lat działalności pozyskał wielu emitentów. Załamanie wzrostu PKB per capita w 2009 roku uzasadnić można kryzysem ekonomicznym.



Rysunek 18. Skumulowana liczba debiutów na NewConnect

Źródło: Opracowanie własne na podstawie statystyk NewConnect.

Badanie, czy zachodzące zmiany miały charakter przełomowy (test ADF w wersji uwzględniającej trzy rodzaje zmian strukturalnych w szeregach czasowych zmiennych) wykazało, że w analizowanych szeregach wszystkich badanych zmiennych zaobserwowano trwałe zmiany (niestacjonarność wokół wskazanych dat) (tab. 34), co sugeruje, że brak stałości w czasie rozkładów analizowanych szeregów czasowych może być spowodowany wystąpieniem przełomowych zmian odpowiednio w 2005 lub 2009 roku.

Tabela 34. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian

Zmienna	Data załamania	DC	DT	DC, DT
		poziomy zmiennej		
GDPPC	2009	-2,21	-2,20	-2,23
PE	2005	-2,40	-2,78	-4,43
FDI	2005	-2,11	-2,16	-5,18
MCGDP	2005	-3,33	-3,58	-4,42
LDC	2009	-3,31	-3,57	-2,88
MC	2005	-3,96	-3,57	-4,29
STT	2005	-2,00	-2,59	-2,43
STV	2005	-4,00	-3,55	-4,26

DC – załamanie w wyrazie wolnym, DT – załamanie we współczynniku kierunkowym,

DC, DT – załamanie w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o występowaniu pierwiastka jednostkowego dla poziomu istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Badanie stabilności relacji strukturalnych modelu (wzór 5) dla poszczególnych zmiennych względem okresu wskazanego jako data załamania testowano za pomocą testów Chowa i QLR (tab. 35). Wyniki przeprowadzonych testów potwierdziły występowanie załamania/zmiany we wskazanym okresie. Rok 2005 potwierdzony został jako rok załamania/zmiany dla napływu zagranicznych inwestycji portfelowych i bezpośrednich, kapitalizacji rynku i jej udziału w PKB oraz wolumenu i wskaźnika obrotu, natomiast rok 2009 dla PKB per capita i liczby notowanych spółek. Kolejno przeprowadzono testy (dodanych zmiennych DC lub DT), czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennych identyfikujących zmianę w wyrazie wolnym lub zmianę we współczynniku kierunkowym (tabela 35). Wyniki testu na dodanie zmiennej: zmiana w wyrazie wolnym pokazują, że uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej sztucznej do modelu (wzór 5) w przypadku zmiennych: zagraniczne inwestycje bezpośrednie, liczba notowanych spółek, kapitalizacja rynku oraz wolumen i wskaźnik obrotu. Wprowadzenie sztucznego parametru dla zbadania zmiany współczynnika kierunkowego okazało się zasadne dla zmiennych: liczba notowanych spółek, kapitalizacja rynku, wolumen oraz wskaźnik obrotu. Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 22% (zmienna: zagraniczne inwestycje portfelowe) do 89% (zmienna: PKB per capita).

W modelu (wzór 13) zostały wprowadzone zmienne sztuczne identyfikujące zmiany strukturalne w wyrazie wolnym i we współczynniku kierunkowym. Następnie model został oszacowany dla każdej ze zmiennych i poddany weryfikacji ilościowej (tab. 36). Wartość współczynnika determinacji (R^2) dla

oszacowanych modeli zawierała się w przedziale od 58% (zmienna: zagraniczne inwestycje portfelowe) do 98% (zmienna: liczba notowanych spółek).

Tabela 35. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych

Zmienna	Data załamania	Test Chowa	Test QLR	Test DC	Test DT	R ²
GDPPC	2009	0,08	13,23*	0,16	0,15	0,89
PE	2005	6,16*	14,56*	0,08	0,25	0,22
FDI	2005	14,34*	14,34*	5,10*	1,49	0,48
MCGDP	2005	3,61**	6,20*	0,44	0,00	0,67
LDC	2009	73,58*	86,33*	10,63*	15,44*	0,75
MC	2005	4,72*	4,72*	8,78*	5,99*	0,79
STT	2005	10,26*	20,56*	8,55*	13,39*	0,26
STV	2005	8,44*	8,44*	15,75*	10,26*	0,68

Test Chowa – badanie stabilności parametrów strukturalnych modelu względem wskazanej daty zmiany strukturalnej, Test QLR – test ilorazu wiarygodności Quandta na występowanie załamania strukturalnego w nieokreślonym momencie, Test DC – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę w wyrazie wolnym, Test DT – testowanie czy uzasadnione jest wprowadzenie zmiennej opisującej zmianę we współczynniku kierunkowym.

* Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,05.

** Wskazuje na odrzucenie hipotezy zerowej o braku uzasadnienia dla wprowadzenia zmiennej sztucznej do modelu dla poziomu istotności 0,1.

Źródło: Opracowanie własne.

W modelu nieuwzględniającym przełomu poziomy wyjściowe zmiennych ekonomicznych wyrażone w postaci wyrazu wolnego nie były statystycznie istotne dla modeli zmiennych ekonomicznych w Polsce. Wprowadzony do modelu parametr wskazujący na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej wielkości ekonomicznej był statystycznie istotny dla napływu zagranicznych inwestycji portfelowych i bezpośrednich oraz udziału kapitalizacji rynku w PKB. W przypadku napływu inwestycji portfelowych jego oszacowana wartość była ujemna, co oznacza obniżenie wartości wyrazu wolnego po momencie przełomowym, natomiast dla dwóch pozostałych wielkości zaobserwowano istotną zmianę dodatnią.

W modelu nieuwzględniającym przełomu szybkość zmian analizowanych zmiennych ekonomicznych była statystycznie istotna dla zmiennych PKB per capita, zagranicznych inwestycji bezpośrednich i udziału kapitalizacji rynku w PKB, co wskazuje, że systematycznie, z roku na rok, wartości tych zmiennych ekonomicznych rosły. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że istotną zmianę zaobserwowano w napływie zagranicznych inwestycji portfelowych i bezpośrednich oraz udziale kapitalizacji rynku w PKB, dla których tempo zmian uległo

istotnej zmianie po okresie przełomu. Wprowadzenie dodatkowych parametrów we współczynniku kierunkowym zmiennych wskazuje, że nastąpił wzrost wartości współczynnika dla zmiennej: zagraniczne inwestycje portfelowe, zaś statystycznie istotny spadek zaobserwowano dla pozostałych dwóch wielkości (FDI i MCGDP) (rys. 19).

Początkowe wartości zmiennych finansowych wyrażone w postaci wyrazu wolnego modelu były statystycznie istotne dla liczby spółek, wolumenu i wskaźnika obrotu. Dla tych właśnie wielkości wprowadzony do modelu parametr wskazujący na zmianę strukturalną w szeregu czasowym badanej wielkości okazał się statystycznie istotny. Zmiana strukturalna spowodowała obniżenie wartości wyrazu wolnego (poziomu badanej zmiennej finansowej) dla liczby badanych spółek i wskaźnika obrotu akcjami, natomiast w przypadku zmiennych kapitalizacji rynku i wolumenu obrotu zmiana poziomu wyrazu wolnego wpłynęła na podwyższenie wartości wyrazu wolnego. Szybkość zmian analizowanych wielkości finansowych była statystycznie istotnie dodatnia dla liczby notowanych spółek i kapitalizacji rynku, co wskazuje, że z roku na rok ich wartość rosła. Dla wskaźnika obrotu akcjami szybkość zmian była statystycznie istotnie ujemna, co wskazuje, że wartość tej zmiennej z roku na rok się zmniejszała. Badanie istotności zmian strukturalnych w przypadku współczynnika kierunkowego wykazało, że zmiana ta była statystycznie istotna dla dwóch zmiennych: liczby notowanych spółek i wskaźnika obrotu. Wprowadzenie zmian strukturalnych we współczynniku kierunkowym tych zmiennych wskazuje, że miał miejsce wzrost szybkości zmian. W przypadku kapitalizacji rynku i wolumenu obrotu wystąpił spadek tempa zmian – kapitalizacja po momencie przełomowym rosła znacznie wolniej z roku na rok, zaś wolumen obrotu zaczął spadać (rys. 20).

Na poziomie danych makroekonomicznych oszacowane modele sugerują, iż po roku 2005 nastąpiło statystycznie istotne odwrócenie trendów napływu zagranicznych inwestycji portfelowych i bezpośrednich. Tendencja do corocznego wzrostu wielkości napływających inwestycji bezpośrednich zmieniła się w znaczący coroczny ich odpływ, natomiast zahamowany i przełamany został spadek inwestycji portfelowych. Przyczyn takiego stanu rzeczy można częściowo upatrywać w przystąpieniu Polski do struktur UE w 2004 roku i harmonizacji prawa, przez co część inwestorów poszukujących lokalizacji inwestycji bezpośrednich mogła zdecydować się na umieszczenie ich w mniej restrykcyjnych i tańszych z punktu widzenia siły roboczej krajach. Wbrew oczekiwaniom zachowała się relacja kapitalizacji spółek publicznych do PKB. O ile w roku 2005 można zaobserwować statystycznie istotny skokowy wzrost tej wartości, to jednak późniejszy kryzys finansowy w 2008 roku spowodował bardzo duże wahania, prowadzące do załamania trendu wzrostowego.

Tabela 36. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi

Zmienna	β_0 <i>SE</i> (β_0)	β_1 <i>SE</i> (β_1)	δ_0 <i>SE</i> (δ_0)	δ_1 <i>SE</i> (δ_1)	$\beta_0 + \delta_0$	$\beta_1 + \delta_1$	R^2
GDPPC (2009)	1211,9 (747,9)	617,07* (82,3)	1901,55 (10821,1)	-85,17 (621,1)	3113,45	531,90	0,89
PE (2005)	458,83 (1148,8)	0,25 (149,6)	-16950,4* (4915,9)	1158,93* (332,1)	-16491,57	1159,18	0,58
FDI (2005)	2267,77 (1909,1)	626,99* (259,4)	48161,1* (9642,8)	-2728,43* (641,1)	50428,87	-2101,4 3	0,82
MCGDP (2005)	-0,61 (4,4)	2,29* (0,6)	59,78* (22,2)	-3,81* (1,5)	59,16	-1,52	0,78
LDC (2009)	57,6* (19,6)	18,18* (2,2)	-2328,1* (283,3)	147,63* (16,3)	-2270,50	165,80	0,98
MC (2005)	-12,67 (16,7)	6,65* (2,3)	140,75 (84,5)	-4,94 (5,6)	128,08	1,71	0,87
STT (2005)	148,22* (15,2)	-17,02* (3,4)	-145,97* (25,9)	19,79* (3,7)	2,25	2,77	0,77
STV (2005)	3,24* (1,5)	0,31 (0,2)	16,02** (7,6)	-0,52 (0,5)	19,26	-0,22	0,85

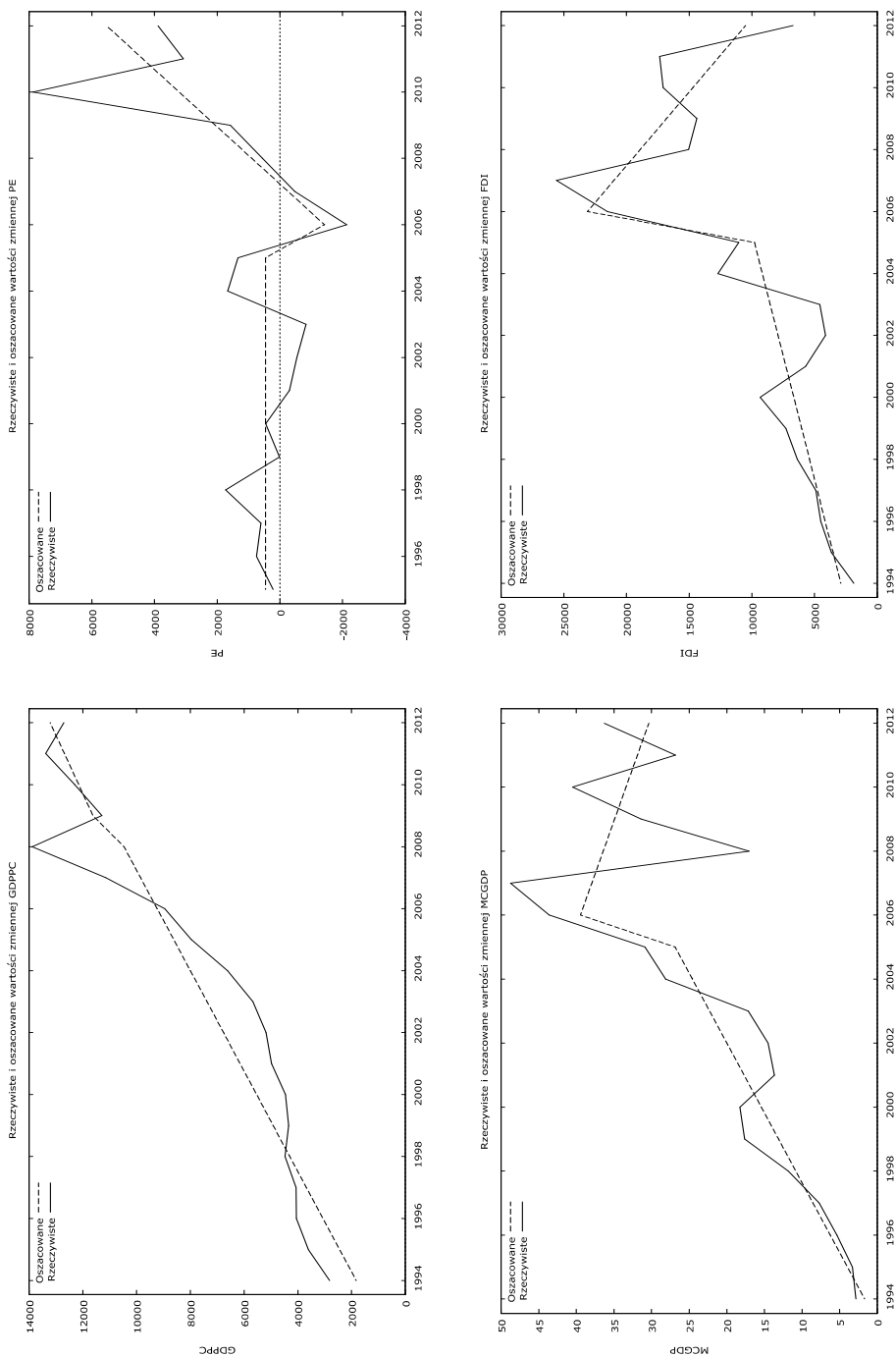
β_i – oszacowane wartości parametrów strukturalnych, *SE*(β_i) – średnie błędy szacunku parametrów strukturalnych (i=0,1,2,3), R^2 – współczynnik determinacji oszacowanego modelu, Test DH – wartość statystyki Doornika-Hansena do badania normalności rozkładu składnika losowego modelu.

* Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,05.

** Wskazuje, że hipoteza zerowa testu jest odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej dla poziomu istotności 0,1.

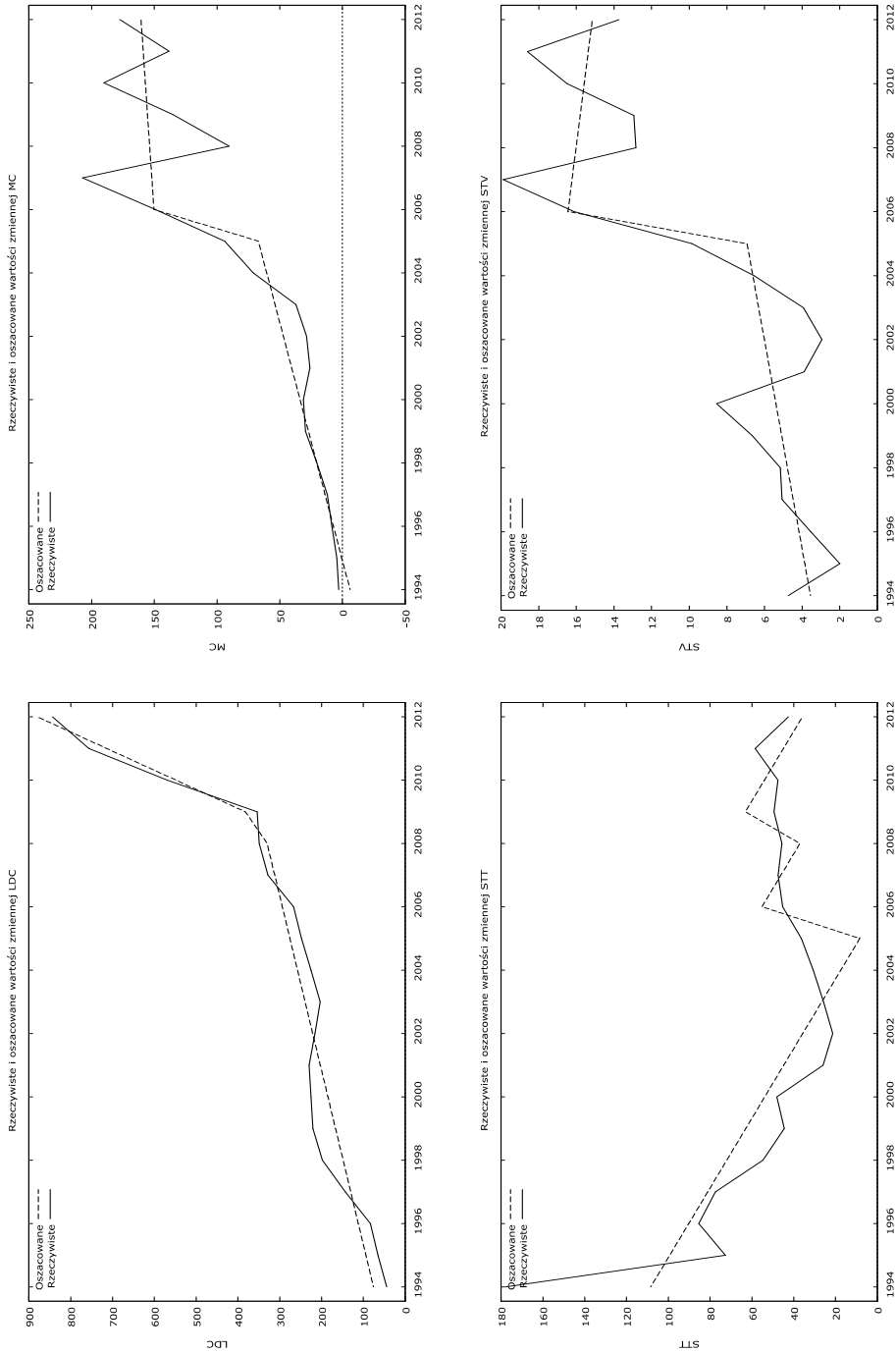
Źródło: Opracowanie własne.

Analiza zmiennych opisujących rynek kapitałowy pozwala twierdzić, że reformy wprowadzone w 2005 roku pozytywnie wpłynęły na wielkość obrotów zarówno w stosunku do PKB, jak i kapitalizacji. W przypadku relacji obrotów do kapitalizacji spółek publicznych po 2005 roku odwróceniu uległ niekorzystny trend spadkowy – coroczny przeciętny spadek obrotów o 17 punktów procentowych przeszedł w coroczny wzrost o blisko 3 punkty procentowe. Wielkość obrotów w stosunku do PKB uległa w 2005 roku istotnemu skokowemu zwiększeniu, co sugeruje wzrost wyrazu wolnego z poziomu 3 do 19% PKB. Z badań wynika również, że pomimo zaobserwowania na wykresie dużego skoku wartości kapitalizacji spółek publicznych zmiana ta nie została przez model zidentyfikowana jako statystycznie istotna.



Rysunek 19. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Polsce w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 20. Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Polsce w latach 1994–2012

Źródło: Opracowanie własne.

11.6. Podsumowanie

Analizując uzyskane wyniki przekrojowo, zaobserwować można fakt, że Polska wyróżnia się na tle krajów BRIC. Zmiana regulacji nadzoru korporacyjnego we wszystkich analizowanych krajach z wyjątkiem Polski była powiązana z odwróceniem trendu spadkowego na rosnący lub przyspieszeniem tempa wzrostu PKB per capita oraz zwiększeniem tempa napływu inwestycji bezpośrednich. Wprowadzane reformy pozostały bez istotnego wpływu na napływ inwestycji portfelowych we wszystkich krajach BRIC, natomiast w Polsce nastąpiło odwrócenie spadkowego trendu napływu inwestycji portfelowych i rosnącego trendu inwestycji bezpośrednich.

Wprowadzane reformy pozytywnie wpłynęły na kapitalizację giełd w Brazylii i Indiach, natomiast ich wpływ na kapitalizację giełd w Polsce, Rosji i Chinach okazał się statystycznie nieistotny. Ciekawe reakcje na zmiany zaobserwować można w przypadku liczby spółek publicznych: w Brazylii dzięki reformom ograniczono spadek liczby emitentów, w Chinach i w Polsce tempo przyrostu liczby emitentów zwiększyło się, natomiast w Indiach surowsze regulacje doprowadziły do gwałtownego wycofywania się emitentów z obrotu. Podobieństwo Indii i Brazylii polega na tym, że w obu przypadkach formuła funkcjonowania rynku kapitałowego przed reformami uznana została za wymagającą głębokich zmian, jednak każdy kraj wybrał inne rozwiązanie: Brazyliia – w drodze dobrowolności, promocji dobrych praktyk i zachęt w postaci nowych segmentów notowań, Indie – w postaci narzucania obligatoryjnych regulacji. Wydaje się zatem, że droga brazylijska okazała się lepszym wyborem niż indyjska.

We wszystkich krajach poza Rosją reformy nadzoru korporacyjnego były powiązane ze statystycznie istotną zmianą w zakresie płynności obrotu mierzoną w relacji do PKB. W Polsce, Chinach i Brazylii wprowadzone zmiany pozwoliły odwrócić niekorzystny trend lub przyspieszyć tempo wzrostu obrotów w relacji do PKB. Jedynie w Indiach pozytywny trend wzrostowy w wyniku reform przeszedł w trend spadkowy.

W zakresie obrotów mierzonych w relacji do kapitalizacji giełd wyniki okazały się niejednoznaczne. W przypadku Brazylii tempo wzrostu wskaźnika obrotu akcjami (STV) zwiększyło się w wyniku reform, w Polsce nastąpił skokowy wzrost tego wskaźnika przy utrzymaniu dotychczasowego tempa wzrostu. W Indiach trend wzrostowy uległ załamaniu, a reakcje inwestorów w Rosji i Chinach okazały się statystycznie nieistotne.

Brazylijskie reformy można zatem uznać za największy sukces, gdyż miały one znaczący pozytywny wpływ na rozwój gospodarczy tego kraju. Reformy chińskie zmierzające do większego urynkowania gospodarki i otwarcia na zagraniczny kapitał również przyniosły pozytywne efekty. Reformy indyjskie uznać można za trudną i dotkliwą dla rynku kapitałowego, lecz niezbędną „terapię”, nagrodzoną przez inwestorów wyższymi wycenami spółek. Wysiłki podejmowane przez instytucje rosyjskie okazały się nie mieć istotnego

wpływu na rynek kapitałowy i rozwój gospodarczy, co nie dziwi w kontekście przeprowadzonych analiz jakościowych i może potwierdzać tezę, iż władze tego kraju uznają inne obszary jako kluczowe czynniki wzrostu.

Na tym tle gospodarka Polski wydaje się dużo bardziej złożona. Wprowadzone reformy nie przełożyły się tak jednoznacznie na poprawę wyceny spółek czy wzrost PKB per capita, jednak pozwoliły na zwiększenie płynności na rynku kapitałowym, umożliwiając GPW dokonanie kolejnego kroku w kierunku dojrzałych rynków kapitałowych.

Zakończenie

Celem niniejszej książki jest analiza systemów corporate governance wybranych krajów oraz próba pokazania wpływu jakości nadzoru korporacyjnego na ich rozwój gospodarczy.

Przeprowadzona analiza jakościowa modeli nadzoru korporacyjnego gospodarek rozwiniętych pozwoliła stwierdzić, że kryzys finansowy istotnie wpłynął na kształt systemu ładu korporacyjnego tych krajów, ale w nieco mniejszym stopniu niż skandale finansowe, które zbulwersowały opinię publiczną u progu XXI wieku. Zachodzące zmiany mają charakter ewolucyjny, polegający na ciągłym udoskonalaniu dobrze ukształtowanych fundamentów ładu korporacyjnego. Potwierdza to stanowisko OECD, które odstąpiło od planowanej na 2009 roku aktualizacji swoich wytycznych w zakresie corporate governance, wskazując, że ujawnione przez kryzys problemy nie wynikają z błędnych czy niewystarczających zapisów kodeksów, ale z ich powierzchownego i nieprawidłowego wdrażania.

Poszczególne państwa rozwinięte skoncentrowały się zatem na przenoszeniu wybranych zapisów z tzw. prawa miękkiego do regulacji obligatoryjnych oraz na próbach uzupełniania luk za pomocą zapisów kodeksów dobrych praktyk. Nowelizowane dokumenty publikowane są z różną częstotliwością i, co ciekawe, zaobserwować można zjawisko segmentacji ich adresatów.

Po kryzysie w centrum uwagi znalazły się cztery szerokie obszary obejmujące: aktywność akcjonariuszy, zarządzanie ryzykiem, efektywność funkcjonowania rad oraz sposób wynagradzania menedżerów.

Aktywna rola właściciela stanowi fundament każdego systemu nadzoru korporacyjnego. Zmiana struktury akcjonariatu prowadząca do jego coraz większej profesjonalizacji niestety nie przekłada się na wzrost aktywności właścicieli w sprawowaniu kontroli nad osobami zarządzającymi spółką w ich imieniu. Fundusze inwestycyjne koncentrują się raczej na krótkoterminowej perspektywie i niechętnie angażują się w poprawę standardów ładu korporacyjnego. Zmiana podejścia inwestorów instytucjonalnych do sprawowania nadzoru nad spółkami portfelowymi jest zatem kluczowym wyzwaniem dla rozwiniętych gospodarek.

Kolejnym ważnym problemem, którym zainteresowanie znacznie wzrosło po wystąpieniu kryzysu finansowego, jest zarządzanie ryzykiem. Warto tu przywołać falę krytyki, jaka przetoczyła się w debacie publicznej w wielu krajach, dotyczącej polityki *too big to fail* i nacjonalizacji kosztów ryzyka. Opinia publiczna nie akceptuje sytuacji, w której zyski korporacji zasilają majątek wybranych inwestorów i menedżerów, a straty przerzucane są na budżety

państw, a w konsekwencji na podatników, czego dowodem były liczne tzw. ruchy oburzonych.

Kryzys finansowy skompromitował również agencje ratingowe, stanowiące do tej pory nieodłączny i ważny element architektury rozwiniętych rynków finansowych. Po blisko stu latach stopniowo zmniejsza się znaczenie ratingu kredytowego jako podstawowej miary ryzyka, co jest konsekwencją procesu uniezależniania od nich szeroko rozumianych norm i regulacji ostrożnościowych. Agencje ratingowe muszą więc szybko odbudować swoją reputację, jeśli chcą zachować ważną pozycję na rynku.

Do głównych słabości nadzoru korporacyjnego zaliczyć należy również praktyki działania rad, które nierzadko nie wypełniają właściwie swoich funkcji. Są one nadmiernie spolegliwe, często działając w charakterze „gumowych pieczętek”. Trudno jednak wskazać prostą receptę na poprawę sytuacji. Żadne zapisy, czy to prawa, czy kodeksów dobrych praktyk, nie są w stanie zapewnić wyboru właściwych osób do pełnienia tak odpowiedzialnej funkcji oraz zagwarantować wypełniania przez nie obowiązków w sposób rzetelny, uczciwy i zgodny z najwyższymi standardami profesjonalizmu. Konieczne jest zatem położenie większego nacisku na etykę członków organów spółek oraz wzrost świadomości właścicieli spółek w tym obszarze.

Problem niewłaściwie funkcjonujących rad nadzorczych ściśle wiąże się z kolejnym mankamentem nadzoru korporacyjnego ujawnionym przez kryzys finansowy, a mianowicie zagadnieniem wynagradzania menedżerów i dyrektorów spółek. Media niejednokrotnie donosiły o licznych nieprawidłowościach w zakresie ich wysokości, struktury, metod ustalania i przyznawania. Wiele niezadowolona wywołały przedsiębiorstwa upadające lub znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej, którym przyznano pomoc publiczną wykorzystywaną przez nie w dużej części na zupełnie nieuzasadnione podniesienie wynagrodzeń kadry zarządzającej i dyrektorów. Można sądzić, że te wzrosty wynagrodzenia stanowiły swojego rodzaju nagrodę za pozyskanie od państwa pomocy publicznej.

W ostatnich latach wiele uwagi poświęca się rachunkowości i sprawozdawczości finansowej. Jej słabości pozwoliły na dokonywanie oszustw i malwersacji (np. Enron). Dostrzegalnym trendem jest modyfikacja standardów rachunkowości, dokonywana w skali międzynarodowej przez International Accounting Standards Board (IASB) oraz poszczególne kraje. Zmiany po kryzysie mają jednak bardziej ewolucyjny niż rewolucyjny charakter, gdyż nie wprowadza się radykalnych rozwiązań, jak to miało miejsce na przełomie XX i XXI wieku po licznych skandalach wywołanych przez duże i znane korporacje. Przyjęcie w 2002 roku w USA Sarbanes-Oxley Act, który znacznie zaostrzył kary za przestępstwa księgowe, oraz utworzenie specjalnego organu regulującego obszar audytu – Rady nadzoru nad rachunkowością spółek publicznych (*Public Company Accounting Oversight Board* – PCAOB), którego zadaniem jest ustanawianie standardów księgowych i audytorskich, z pew-

nością ograniczyło skalę ostatniego kryzysu i w znaczący sposób poprawiło ramy nadzoru korporacyjnego.

Amerykański model corporate governance wykazuje wszystkie cechy charakterystyczne dla modelu otwartego (zewnętrznego). Zasadniczą rolę odgrywają w nim spółki publiczne ze znacznie rozproszonym akcjonariatem, dla których zorganizowany rozwinięty rynek kapitałowy jest głównym źródłem pozyskiwania kapitału potrzebnego do finansowania ich długoterminowej działalności i rozwoju.

Do najważniejszych cech charakterystycznych tego modelu nadzoru korporacyjnego należą duże, płynne rynki kapitałowe, rosnąca siła skoncentrowanego akcjonariatu i inwestorów instytucjonalnych oraz aktywny rynek w zakresie kontroli korporacji, na którym akcjonariusze za pomocą przejęć firm mogą usunąć menedżerów uzyskujących słabe wyniki działania. Do cech charakterystycznych tego modelu można też zaliczyć silną pozycję menedżerów (silne przywództwo), mające w stosunku do akcjonariuszy obowiązek dochowania należytej staranności oraz lojalności.

W modelu amerykańskim szczególna uwaga zwracana jest na interes akcjonariuszy i na wyniki działania spółek. Firmy amerykańskie (również brytyjskie) koncentrują się też na takich czynnikach, jak reputacja, innowacje, marka.

Centralnym punktem amerykańskich regulacji prawnych w zakresie nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie możliwie jak największej przejrzystości funkcjonowania spółek. Służą temu obowiązki ujawniania informacji istotnych dla obecnych i potencjalnych inwestorów. Zastosowanie zasady *comply or explain* jest znacznie bardziej ograniczone niż w innych krajach rozwiniętych, dominują zatem regulacje twarde. Szczególnie dynamiczny pod względem zmian w zakresie regulacji nadzoru korporacyjnego był początek XXI wieku, kiedy to głośne skandale finansowe obnażyły słabości amerykańskiego systemu corporate governance i spowodowały znaczne zaostrzenie prawa spółek ujęte w Sarbanes-Oxley Act (2002). Postanowienia tego dokumentu znalazły odzwierciedlenie w regulacjach przyjętych przez wiele państw. Słabości te potwierdził globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku, jednakże reakcja legislacyjna implikowana przez jego wystąpienie była słabsza i mniej radykalna niż ta z okresu postenronowskiego.

Niekwestionowanym liderem w zakresie rozwoju regulacji corporate governance jest Wielka Brytania, która od 1992 roku opublikowała 35 kodeksów dobrych praktyk, będących wzorem dla innych krajów. Realizuje ona model nadzoru korporacyjnego, w którym interesy akcjonariuszy mają priorytet, a rola przewodniczącego rady i CEO nie powinna być łączona. Model ten lansuje ideę tworzenia komitetów rady (audytu, nominacji i wynagrodzeń), tak szeroko wdrażaną również w innych państwach. Zasadniczą wagę angielskie korporacje przywiązują do samoregulacji i dobrowolnego stosowania dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, co znajduje odzwierciedlenie

w sprawozdawczości i komunikacji z inwestorami. Rozwój brytyjskich regulacji nadzoru korporacyjnego ma charakter ewolucyjny, konsekwentnie realizuje ustalone priorytety, przy założeniu transparentności, powiernictwa menedżerów i odpowiedzialności właścicieli przedsiębiorstw. Brytyjska filozofia corporate governance i relatywnie duża samodyscyplina we wdrażaniu dobrych praktyk jest jednak zjawiskiem unikatowym w skali świata.

Niemiecki system nadzoru korporacyjnego uznać można za najmniej dynamiczny na tle pozostałych analizowanych krajów. Zmiany koncentrują się na niewielkich korektach kodeksu dobrych praktyk, zapewnianiu większej transparentności – szczególnie w obszarze wynagradzania członków organów spółki – oraz na większym nacisku na etykę i właściwe relacje z interesariuszami. Po ponad dekadzie od przyjęcia pierwszego kodeksu dobrych praktyk badania wskazują, że niemieckie spółki publiczne podporządkowują się rekomendacjom w nich zawartym, przy czym duże spółki robią to w większym zakresie niż te średniej wielkości. Najwięcej problemów stwarza obszar związany z funkcjonowaniem organów spółki i najczęstsze odstępstwa dotyczą poziomu udziału własnego przy zawieraniu polis D&O, wysokości odpraw, ujawniania indywidualnej wielkości wynagrodzeń oraz kwestii zapewnienia różnorodności składu rady nadzorczej. Pomimo tych mankamentów niemiecka ekonomia bardzo dobrze zniosła czas kryzysu finansowego, pełniąc rolę lidera gospodarczego UE, a w szczególności strefy euro.

Interesująco przedstawia się sytuacja corporate governance w Japonii. Kraj ten przeżywał bardzo trudny okres na przełomie wieków. Stosowane sposoby sanacji gospodarki, początkowo powszechnie krytykowane, w szczególności sposób i tempo wdrażania reform, paradoksalnie po wybuchu kryzysu finansowego zostały docenione na arenie międzynarodowej.

Japonia konsekwentnie dokonuje modernizacji nadzoru korporacyjnego, co wymaga dokonania głębokich reform uwarunkowań funkcjonowania przedsiębiorstw, wśród których tradycja ma istotne znaczenie. Sukcesywnie nowelizowane są dobre praktyki nadzoru korporacyjnego. Po wystąpieniu globalnego kryzysu finansowego w Japonii przyjęto dwa kodeksy dobrych praktyk, a mianowicie w 2009 i 2014 roku, co świadczy o aktywizacji działań na rzecz doskonalenia nadzoru korporacyjnego. Zmienia się również polityka gospodarcza, gdyż od pewnego czasu odchodzi się od propagowania oszczędności na rzecz powiększania popytu. W celu podniesienia międzynarodowej konkurencyjności Japonii i przyciągnięcia wysokiej jakości inwestorów krajowych i zagranicznych oraz realizacji celów inwestycyjnych giełda tokijska dokonała istotnych zmian w zakresie reguł notowania i ram nadzoru korporacyjnego, takich jak rewizja zasad nadzoru korporacyjnego dla spółek notowanych oraz związanych z tym regulacji odnoszących się do aktywności korporacji. Stworzono możliwość przydziału akcji osobom trzecim, wprowadzono do rady dyrektorów/audytorów niezależnych członków, poszerzono zakres publikowanych informacji, jak też wprowadzono przepisy zapobiegające nadużywaniu prawa przez akcjonariuszy mających pakiety kontrolne. Działania

te mają na celu poprawę wiarygodności i rzetelności spółek giełdowych i przywrócenie zaufania do rynku kapitałowego, czyli zorientowanie japońskiego modelu corporate governance na rozwiązania stosowane w skali międzynarodowej. Ostatnie dekady wymagały od Japonii podjęcia reform istotnych dla kraju i gospodarki. W rezultacie sytuacja po zakończeniu kryzysu finansowego jest w tym kraju znacznie lepsza i stabilniejsza od tej, która panowała pod koniec lat dziewięćdziesiątych.

W drugiej części książki wykazano, że uwarunkowania historyczne bardzo istotnie wpływają na kształt nadzoru korporacyjnego poszczególnych państw. Wybór krajów BRIC pozwolił na przeanalizowanie sytuacji państw o odmiennej historii gospodarczej i ustrojowej, mających również zróżnicowane podejście do wprowadzania reform.

Wspólną cechą wszystkich analizowanych krajów rozwijających się jest skoncentrowana struktura własności, co naturalnie zbliża te gospodarki do modelu kontynentalno-japońskiego. Typy dominujących inwestorów są jednak zróżnicowane: w Brazylii i Indiach dominuje skoncentrowana własność rodzinna, w Polsce i Rosji największą rolę odgrywają inwestorzy indywidualni i państwo, a w Chinach wciąż dominuje własność państwowa. Każdy z tych krajów przyjął też nieco inną ścieżkę reform.

Pomimo swej kolonialnej przeszłości Brazylia miała najbardziej sprzyjające warunki do budowy nowoczesnej gospodarki rynkowej. Ramy prawne pierwotnie opierały się na rozwiązaniach pochodzących z Europy kontynentalnej. Przez wiele lat tradycja gospodarcza bazująca na bogatych, wpływowych rodzinach i brak niezbędnych reform instytucjonalnych hamowały rozwój tego kraju. Gospodarka długo pozostawała zamknięta dla inwestorów zagranicznych i była chroniona wysokimi cłami przed rywalizacją z zagranicznymi firmami, co w połączeniu z istotną rolą państwa doprowadziło do wielu patologii i obniżenia potencjału konkurencyjnego. Ogromnym problemem był niewspółmierny rozkład praw akcjonariuszy w stosunku do wnoszonych wkładów oraz wykorzystanie struktur piramidowych i duży udział akcji niemych.

Oczywisty jest fakt, że większość trudnych reform budzi duży opór ze strony grup, które w ich efekcie mogą stracić swoje przywileje. Brazylia stanowi bardzo ciekawy przykład przełamywania tego typu trudności. Wykorzystano w tym celu dualizm prawny, polegający na tym, iż równoległe z obowiązującymi regulacjami wprowadzone zostały nowe. Spółki funkcjonujące pod rządami starego prawa nie były zmuszane do reform, a jedynie zachęcane do dostosowania się do nich przez przykłady płynące od podmiotów, które zdecydowały się na wdrożenie nowych rozwiązań. Filozofia reform oparta była zatem na dobrowolności i pozytywnych zachętach, wśród których ogromną rolę odegrało utworzenie w 2000 roku nowych segmentów notowań (Nível 1, Nível 2 i Novo Mercado). Novo Mercado, choć pierwotnie wzorowany na niemieckich rozwiązaniach rynku alternatywnego Neuer Markt, rozwinął się w zupełnie innym kierunku. Ideą przyświecającą twórcom Neuer

Markt (podobnie jak twórcom polskiego NewConnect) było wsparcie spółek innowacyjnych i dynamicznie rozwijających się spółek z innowacyjnych sektorów. Brazylijczycy w centrum uwagi nowych segmentów notowań postawili wyższą jakość nadzoru i strategia ta przyniosła spektakularne sukcesy.

Indie, jako była kolonia brytyjska, przejęły i rozwinęły prawo i regulacje Korony. Po zdobyciu niepodległości mogły się szczycić wysokim poziomem regulacji prawnych. Jednakże stopniowe wdrażanie zasad gospodarki socjalistycznej rozpoczęło proces obniżania standardów, jak też jakości nadzoru korporacyjnego. Po kilkunastu latach stały się one tak niskie, że zagrażały interesom gospodarczym Indii. Inicjatorem reform prowadzących do zmiany orientacji politycznej, sanacji kraju i systemu nadzoru korporacyjnego były środowiska profesjonalistów, które doprowadziły w 1999 roku do powstania pierwszego kodeksu dobrych praktyk corporate governance.

W Indiach, gdzie wielką rolę odgrywa własność rodzinna, więzy rodzinne, a nawet kastowość społeczeństwa, pomimo historycznych powiązań z Wielką Brytanią, stopniowo budowany jest system nadzoru korporacyjnego oparty na wzorcu amerykańskim, chociaż toczy się dyskusja dotycząca celowości budowy własnego, specyficznego systemu. Dominować zaczynają tendencje skłaniające się ku gotowym międzynarodowym rozwiązaniom, gdyż skoro coraz większe znaczenie zyskują wytyczne międzynarodowe (w tym OECD), z którymi system amerykański jest kompatybilny, to Indiom będzie bardzo trudno stworzyć unikalny model corporate governance, który jednocześnie implementowałby wymogi międzynarodowe i zapewniał oryginalne dobre praktyki.

Chiny kształtowały swoją gospodarkę w dużej mierze pod wpływem regulacji angielskich, jednakże od połowy XX wieku rozpoczęły industrializację i rozwijanie gospodarki, której głównym celem stała się budowa państwa socjalistycznego. Pod koniec lat pięćdziesiątych w Chinach pozostał już tylko sektor państwowy i kolektywny. Od 1978 roku następować zaczęły istotne zmiany polityczne, polegające na rozwijaniu gospodarki rynkowej traktowanej jako uzupełnienie gospodarki planowej. Ta nowatorska koncepcja polityczna odróżnia Chiny od Rosji (a także Polski), gdzie analogiczne procesy nabrały charakteru zmian rewolucyjnych. Władze chińskie zachowują kontrolę nad strategicznymi sektorami przemysłu i dużymi spółkami, które kontrolowane są poprzez dodatkowy organ – radę nadzorującą. Małe i średnie przedsiębiorstwa prowadzące działalność poza strategicznymi sektorami przemysłu są własnością władz szczebla lokalnego, które podejmują też decyzje o ich ewentualnej prywatyzacji. Otoczenie prawne, w tym ramy funkcjonowania spółek, zbliżone jest do systemu prawnego Europy kontynentalnej, łącząc się z wpływami prawa amerykańskiego. Akcjonariusze państwowi nadal są faworyzowani w stosunku do inwestorów indywidualnych. Elementem koniecznym kontroli państwa nad przedsiębiorstwami jest zapewnienie odpowiedniego poziomu zatrudnienia w aglomeracjach miejskich, zatrudnienia motywowanego względami politycznymi oraz zachowa-

nie bezpośredniej kontroli nad określonymi sektorami. Chiny można zakwalifikować do modelu wewnętrznego o małym stopniu separacji własności i kontroli oraz istotnym znaczeniu kapitału relacyjnego. Stopniowo budowany jest system oparty na wzorcach amerykańskich.

Chińskie spółki publiczne są zobligowane utworzyć dwuszczeblową radę – radę dyrektorów i radę nadzorującą – stanowiące jeden szczebel kontroli. Rada dyrektorów składa się od pięciu do dziewiętnastu członków, których znaczna część to dyrektorzy zarządzający spółką. Mogą, ale nie muszą, zasiadać w niej reprezentanci pracowników. Dwie trzecie członków rady reprezentuje większościowego akcjonariusza, a jedna trzecia jest niezależna. Jeden z dyrektorów niezależnych musi być ekspertem rachunkowości. Dyrektorzy niezależni mogą być członkami rady w nie więcej niż w pięciu spółkach giełdowych i nie dłużej w danej radzie niż sześć lat. Mało uwagi poświęcano problemom dotyczącym wynagradzania i nominowania dyrektorów zarządzających, gdyż generalnie dokonywane są one przez akcjonariusza większościowego, czyli rząd. Istotnym mankamentem jest też brak spójności w chińskim systemie prawnym. Cechami chińskiego nadzoru korporacyjnego są również powszechna selektywność wdrażania prawa oraz kapitał relacyjny.

Reasumując, problematyka nadzoru korporacyjnego jest w Chinach bardzo skomplikowana. Jest to kraj, który od podstaw zmuszony jest budować model nadzoru korporacyjnego, ale też specyficzną gospodarkę rynkową i warunkującą jej funkcjonowanie infrastrukturę. Chiński system corporate governance jest wypadkową układu politycznego i wymogów gospodarki. Kompromis ten, choć niedoskonały, przynosi Chinom korzyści w postaci dynamicznego rozwoju potencjału gospodarczego, inwestycji zagranicznych oraz wzrostu rangi i znaczenia tego kraju w skali globalnej. Należy nadmienić, że Chiny jako jeden z nielicznych krajów świata nie dokonały nowelizacji swoich dobrych praktyk po zakończeniu kryzysu finansowego.

Rosja stanowi przykład kraju, który w zasadzie ominął epokę kapitalizmu i z ustroju feudalnego przeszedł wprost do socjalizmu. Historia gospodarki rynkowej jest tam krótka i bardzo burzliwa. Komunizm zniszczył zdolność obywateli do przedsiębiorczego, wolnorynkowego myślenia. Stworzyło to możliwości do wykształcenia się grupy oligarchii finansowej, która wykorzystała zmiany ustrojowe w latach dziewięćdziesiątych XX wieku i w dużym uproszczeniu można powiedzieć, że uwłaszczyła się na państwowym majątku.

Ścieżka reform była bardzo zbliżona do polskiej – chociażby w sposobie prywatyzacji. Wdrażane przy pomocy ekspertów z zagranicy nowe ramy instytucjonalne, wzorowane na amerykańskich, okazały się zupełnie obce mentalnie, niezrozumiałe i przez to nieakceptowane. Doprowadziło to do dużego rozdźwięku pomiędzy prawem zapisanym w kodeksach a ich rzeczywistym wdrożeniem i przestrzeganiem. Powszechne ignorowanie i łamanie prawa często bywa wykorzystywane do rozgrywek pomiędzy akcjonariuszami bądź na linii państwo–akcjonariusze. Duża rola państwa w gospodarce, przesiąknięcie

korupcją, rozdźwięk pomiędzy deklaracjami a wdrożeniem sprawiają, że wielu potencjalnych inwestorów ocenia rynek rosyjski jako nieprzewidywalny i omija go. Przekłada się to na kilkukrotnie niższą wycenę rosyjskich spółek giełdowych w porównaniu do ich zachodnioeuropejskich czy amerykańskich odpowiedników.

Aktywność reformatorska ma miejsce głównie w sytuacjach kryzysowych i pod naciskiem instytucji międzynarodowych. Pomimo znaczących wysiłków w zakresie poprawy jakości nadzoru korporacyjnego i przyjęciu w 2002 roku pierwszego, bardzo wyczerpującego kodeksu dobrych praktyk, to nadal są to zapisy jedynie na papierze i rzeczywisty poziom ochrony praw inwestorów, standardy sprawozdawczości i audytu, skład i funkcjonowanie rad dyrektorów wciąż pozostawiają wiele do życzenia. Zmiany w obszarze corporate governance w niewielkim stopniu odbijają się na parametrach rynku kapitałowego zdominowanego przez ryzyka polityczne.

W kształtowaniu polskiego nadzoru korporacyjnego ogromną rolę odegrały tradycja i uwarunkowania historyczne. Istotny wpływ na jego kształt wywarło dwudziestolecie międzywojenne, kiedy to zbudowano solidny system prawny, który był w stanie wprowadzić gospodarkę rynkową po 1989 roku.

Wybór właściwego dla Polski modelu nadzoru korporacyjnego nie był łatwy. Uwarunkowania społeczne i polityczne były bardzo istotne w tym względzie, gdyż model nadzoru korporacyjnego miał służyć transformacji, będąc jednocześnie częścią nowego systemu politycznego, społecznego i gospodarczego. Rozpoczętą w latach dziewięćdziesiątych prywatyzację można uznać za zdecydowanie lepszą od tej zachodzącej w Rosji, ale doświadczenia chińskie pokazują, że można było ją przeprowadzić inaczej i lepiej.

Polska posiada relatywnie dobre ramy prawne i instytucjonalne z wyjątkiem sądownictwa i egzekwowania prawa. Słabym punktem są rady nadzorcze – upolitycznione lub uzależnione od głównego akcjonariusza. Są one często spolegliwe i mało efektywne.

Za sukces nadzoru korporacyjnego można uznać wprowadzenie kolejnych kodeksów dobrych praktyk, kwestią dyskusyjną pozostaje stosunek do ich przestrzegania oraz jakość raportowania w tym zakresie. Istnieje opór przed rozwiązaniami niewygodnymi z punktu widzenia akcjonariusza dominującego.

W trzeciej części książki przedstawiono wyniki badań zależności pomiędzy standardami ładu korporacyjnego a wybranymi wskaźnikami opisującymi sytuację makroekonomiczną i stan rynku kapitałowego. Posłużono się tu modelowaniem wykorzystywanym do badania załamań strukturalnych. W każdym kraju, na podstawie wcześniej przeprowadzonych analiz, zidentyfikowano lata, w których dokonywały się zmiany wpływające na znaczną poprawę jakości nadzoru korporacyjnego, i które można uznać za przełomowe. Wyniki analiz nie dały jednoznacznych rezultatów.

W przypadku Brazylii zaobserwowano pozytywny wpływ stosowania podwyższonych standardów ładu korporacyjnego na wielkość rynku kapitałowego i wielkość obrotów na rynku. Uchwalone w 2001 roku zmiany przepisów dotyczących rynku kapitałowego oraz pojawienie się pierwszych spółek w segmencie Novo Mercado w 2002 roku pozwoliły wyhamować spadek liczby notowanych spółek. Zmiany przepisów wpłynęły niezwykle ożywczo na wielkość kapitalizacji rynku i wielkość obrotów na nim, które zaczęły bardzo dynamicznie wzrastać.

W Rosji reakcją na przyjęcie w 2002 roku pierwszego kodeksu dobrych praktyk oraz kolejną serią reform dotyczących spółki akcyjnej, rynku kapitałowego, prawa upadłościowego oraz przepisów regulujących inwestycje zagraniczne było zmniejszenie tempa przyrostu nowych spółek giełdowych. Sugeruje to, że z punktu widzenia wielu głównych akcjonariuszy koszty dostosowania do bardziej surowych wymagań przeważały korzyści z upublicznienia spółki. Jednocześnie, analogicznie jak w przypadku Brazylii, inwestorzy docenili tych emitentów, którzy zdecydowali się ponieść wysiłek wdrożenia wyższych standardów. Zaobserwowano zatem pozytywny wpływ stosowania podwyższonych standardów ładu korporacyjnego na wielkość rynku kapitałowego i wielkość obrotów na rynku.

W Indiach nieco problematyczne okazało się zidentyfikowanie momentów przełomowych ze względu na ewolucyjny charakter zmian – reformy wdrażane były stopniowo na przestrzeni sześciu lat (od 2000 do 2006) i stopniowo obejmowały kolejne grupy spółek, najpierw spółki duże, potem średnie. Zapisy wprowadzone Klauzulą 49 wymagały od przedsiębiorstw przeprowadzenia procesów dostosowawczych. Mimo rozłożenia procesu w czasie wprowadzenie reform doprowadziło do gwałtownego obniżenia liczby notowanych podmiotów. Odbiło się to także negatywnie na płynności rynku, co może wynikać z faktu, iż poziom realizowanych obrotów nie nadążał za rosnącym PKB. Wystąpiło natomiast przyspieszenie tempa wzrostu kapitalizacji spółek giełdowych, co przy dużym spadku liczby notowanych podmiotów można uznać za dowód wzrostu zaufania rynku do emitentów, którzy zdecydowali się podporządkować surowszym rygorom corporate governance.

W przypadku Chin wprowadzenie reform i położenie większego nacisku na kwestie ładu korporacyjnego przyczyniło się do wzrostu liczby nowych emitentów na rynku, ale nie spowodowało istotnego wzrostu kapitalizacji i wielkości obrotów.

Ciekawym spostrzeżeniem może być fakt, że w krajach, w których zachodzące zmiany spowodowały wzrost liczby notowanych spółek (Chiny, Polska), nie zaobserwowano ich istotnego wpływu na kapitalizację i obroty, natomiast w krajach, gdzie obniżyła się liczba spółek notowanych (Brazylia, Rosja, Indie), kapitalizacja wzrosła. Może to wskazywać, w których krajach wprowadzenie wyższych standardów stanowiło rzeczywiste wyzwanie dla spółek i zostało nagrodzone przez gotowość inwestorów do płacenia swoistej premii za poprawę standardów corporate governance.

Podobieństwo Indii i Brazylii polega na tym, że w obu przypadkach funkcjonowanie rynku kapitałowego wymagało poważnych reform, jednakże kraje te wybrały inne rozwiązania: Brazylia – w drodze dobrowolności, promocji dobrych praktyk i zachęt w postaci nowych segmentów notowań, Indie – za pomocą obligatoryjnych regulacji. Wydaje się zatem, że droga brazylijska okazała się lepszym wyborem niż indyjska. Brazylijska formuła promowania podwyższonych standardów okazała się także sukcesem w stosunku do prób rosyjskich, gdzie zalecenia stosowania bardziej wymagających rekomendacji zostały praktycznie zignorowane. Dlatego nie dziwi fakt, że idea wydzielenia segmentów notowań różnicujących emitentów ze względu na jakość wdrożonych rozwiązań corporate governance stanowiła inspirację dla rosyjskich regulatorów rynku kapitałowego i zapowiadane przez nich zmiany zmierzają właśnie w tym kierunku.

Brazylijskie reformy można zatem uznać za największy sukces, gdyż miały one znaczący pozytywny wpływ na rozwój gospodarczy tego kraju. Reformy chińskie zmierzające do większego urynkowienia gospodarki i otwarcia na zagraniczny kapitał również przyniosły pozytywne efekty. Reformy indyjskie uznać można za trudną i dotkliwą dla rynku kapitałowego, lecz niezbędną terapię, nagrodzoną przez inwestorów wyższymi wycenami spółek. Wysiłki podejmowane przez instytucje rosyjskie miały znacznie bardziej ograniczony wpływ na rynek kapitałowy i rozwój gospodarczy.

Badania pokazały, że reformy nadzoru korporacyjnego były powiązane ze statystycznie istotną zmianą w zakresie płynności obrotu mierzoną w relacji do PKB. W Polsce, Chinach i Brazylii wprowadzone zmiany pozwoliły odwrócić niekorzystny trend lub przyspieszyć tempo wzrostu obrotów w relacji do PKB, a jest to niezbędny element wzrostu efektywności rozwijających się rynków kapitałowych.

Na tym tle gospodarka Polski wydaje się dużo bardziej złożona. Wprowadzone reformy nie przełożyły się tak jednoznacznie na poprawę wyceny spółek czy wzrost PKB per capita, jednak pozwoliły na zwiększenie płynności rynku kapitałowego, umożliwiając GPW dokonanie kolejnego kroku w kierunku dojrzałych rynków kapitałowych. Paradoksalnie, może to prowadzić do bardzo optymistycznego wniosku, że polskie regulacje dotyczące rynku kapitałowego są na tyle wysoko oceniane przez inwestorów, że kolejne ich doskonalenie nie będzie przynosiło aż tak spektakularnych efektów, jak w przypadku krajów o niższych standardach. Optymizm ten tłumaczy jednak wiele innych elementów i obszarów, w których nasz kraj oceniany jest znacznie poniżej swojego potencjału i gospodarek, z którymi rywalizuje o międzynarodowy kapitał, takich jak niewydolny system sądowniczy czy niska efektywność funkcjonowania rad nadzorczych.

Analiza nadzoru korporacyjnego w badanych krajach pokazała, że ich analiza porównawcza nie jest możliwa z uwagi na heterogeniczność w obszarach historycznym, prawnym, kulturowym i gospodarczym. Występuje również duży rozdźwięk (brak spójności) pomiędzy legislacją i regulacjami a im-

plementacją tych zapisów w praktyce. Warunkowane jest to w dużej mierze słabością systemu corporate governance, ale również czynnikami kulturowymi i historycznymi. Różnice pomiędzy tymi krajami są tak istotne, że nawet agencje ratingowe, które pierwotnie oceniały państwa i korporacje w aspekcie jakości corporate governance, obecnie wycofują się z tej działalności.

Przeprowadzona analiza stanowi jedynie przyczynek do poznania wpływu jakości nadzoru korporacyjnego na rozwój gospodarczy wybranych krajów, stanowiąc inspirację do kontynuowania badań nad tą bardzo ciekawą problematyką.

Załączniki

Załącznik nr 1

Struktura Sarbanes-Oxley Act

Sekcja 1 – Skrót

Sekcja 2 – Definicje

Sekcja 3 – Reguły Komisji i Wdrażanie

Tytuł I. Rada nadzorująca rachunkowość spółek publicznych

Sekcja 101 – Ustanowienie; Postanowienia administracyjne

Sekcja 102 – Rejestracja (członków) rady

Sekcja 103 – Auditing, kontrola jakości, standardy i reguły niezależności

Sekcja 104 – Inspekcje zarejestrowanych publicznych firm księgowych

Sekcja 105 – Procedury badania (dochodzeń) i dyscyplinowania

Sekcja 106 – Zagraniczne publiczne firmy księgowo/rachunkowe

Sekcja 107 – Nadzór Komisji nad Radą.

Sekcja 108 – Standardy rachunkowości

Sekcja 109 – Finansowanie

Tytuł II. Niezależność audytora

Sekcja 201 – Usługi wykraczające poza zakres praktyki audytora

Sekcja 202 – Wymogi przedaprobacyjne (przed zatwierdzeniem)

Sekcja 203 – Rotacja partnerów audytu

Sekcja 204 – Raporty audytorów przekazywane Komitetom audytu

Sekcja 205 – Poprawki dotyczące zgodności/dostosowujące

Sekcja 206 – Konflikty interesów

Sekcja 207 – Studia dotyczące obowiązkowej rotacji w publicznych firmach księgowych

Sekcja 208 – Uprawnienia Komisji

Sekcja 209 – Sprawy do rozpatrzenia przez właściwe państwowe władze ustawodawcze

Tytuł III. Odpowiedzialność korporacji

Sekcja 301 – Komitety audytu w spółkach publicznych

Sekcja 302 – Odpowiedzialność korporacji za raporty finansowe

Sekcja 303 – Niewłaściwy wpływ na sposób przeprowadzania audytu

Sekcja 304 – Utrata określonych bonusów i zysków

Sekcja 305 – Zakazy i kary dla zarządzających i dyrektorów

Sekcja 306 – Handel wewnętrzny w okresach zakazu obrotu akcjami funduszu emerytalnego

Sekcja 307 – Zasady odpowiedzialności zawodowej prawników

Sekcja 308 – Rzetelne/uczciwe fundusze dla inwestorów

Tytuł IV. Rozszerzanie ujawnień finansowych

Sekcja 401 – Ujawnienia w raportach okresowych

Sekcja 402 – Rozszerzenie/wzbogacenie postanowień/przepisów dotyczących konfliktów interesów

Sekcja 403 – Ujawnianie transakcji z udziałem menedżerów i głównych akcjonariuszy

Sekcja 404 – Menedżerska ocena kontroli wewnętrznej

Sekcja 405 – Zwolnienie/wyłączenie

Sekcja 406 – Kodeks etyczny menedżerów finansowych najwyższego szczebla

Sekcja 407 – Ujawnianie eksperta finansowego komitetu audytu

Sekcja 408 – Rozszerzenie rewizji sprawozdań okresowych emitentów

Sekcja 409 – Bieżące ujawnienia emitenta

Tytuł V. Konflikty interesu analityków

Sekcja 501 – Traktowanie analityków papierów wartościowych przez Registered Securities Associations i National Securities Exchanges

Tytuł VI. Środki i uprawnienia komisji

Sekcja 601 – Autoryzacja wydatków

Sekcja 602 – Pojawianie się i działanie przed Komisją

Sekcja 603 – Uprawnienie Sądu Federalnego do zakazania obrotu akcjami groszowymi

Sekcja 604 – Kwalifikacje stowarzyszonych brokerów i dilerów

Tytuł VII. Studia i raporty

Sekcja 701 – Badania i raporty GAO dotyczące konsolidacji publicznych firm księgowych/rachunkowych

Sekcja 702 – Badania i raporty Komisji dotyczące agencji ratingowych

Sekcja 703 – Badania i raporty dotyczące naruszeń i osób dokonujących naruszenia

Sekcja 704 – Badanie czynności wykonawczych /egzekucyjnych

Sekcja 705 – Badanie banków inwestycyjnych

Tytuł VIII. Odpowiedzialność za oszustwa korporacyjne i kryminalne

Sekcja 801 – Skrót

Sekcja 802 – Kary za zmienianie dokumentów

Sekcja 803 – Brak wymagalności długów będących wynikiem wyłudzenia (Violation of Securities Fraud Laws)

Sekcja 804 – Przepisy o przedawnieniu oszustw związanych z obrotem papierami wartościowymi /wyłudzeń

Sekcja 805 – Rewizja orzecznictwa federalnego dotyczącego kar za wstrzymywanie czynności prawnych i poważne oszustwa kryminalne

Sekcja 806 – Ochrona pracowników spółek publicznych dostarczających dowodów oszustwa

Sekcja 807 – Kary za wprowadzanie w błąd akcjonariuszy spółek publicznych

Tytuł IX. Zaostrzenie kar za przestępstwa pracowników biurowych

Sekcja 901 – Skrót

Sekcja 902 – Działania i spiski mające na celu popełnienie przestępstw oszustwa

Sekcja 903 – Kary za oszustwa popełniane drogą mailową oraz poprzez łącza

Sekcja 904 – Kary za naruszanie Employee Retirement Income Security Act (bezpieczeństwo emerytur pracowniczych) z 1974 roku

Sekcja 905 – Poprawki do orzecznictwa związanego z pewnymi przestępstwami popełnianymi przez pracowników biurowych

Sekcja 906 – Odpowiedzialność korporacji za raporty finansowe

Tytuł X. Zwroty podatku korporacji

Sekcja 1001 – Stanowisko Senatu dotyczące podpisywania zwrotów podatku korporacji przez naczelnego dyrektora zarządzającego (CEO)

Tytuł XI. Oszustwa korporacyjne i odpowiedzialność

Sekcja 1101 – Skrót

Sekcja 1102 – Fałszowanie zapisów lub jakiegokolwiek utrudnianie oficjalnego postępowania

- Sekcja 1103 – Czasowe zawieszenie uprawnień giełdy (Securities and Exchange Commission)
- Sekcja 1104 – Poprawki do orzecznictwa federalnego
- Sekcja 1105 – Uprawnienia Komisji do zakazywania pracy na stanowisku zarządzającego lub dyrektora
- Sekcja 1106 – Zwiększenie sankcji karnych na mocy Securities Exchange Act z 1934 roku
- Sekcja 1107 – Środki odwetu przeciwko informatorom

Załącznik nr 2

Struktura Draft Report of the Kumar Mangalam Committee on Corporate Governance

Wstęp s. 1

Skład Komitetu i nastawienie do projektu raportu s. 3

Rekomendacje s. 5

- Corporate governance – cele s. 5
- Stosowność rekomendacji s. 6
 - Rekomendacje obligatoryjne i nieobligatoryjne
 - Plan implementacji

Rada dyrektorów s. 7

- Skład rady dyrektorów
- Dyrektorzy niezależni i definicja niezależności
- Dyrektorzy nominowani
- Przewodniczący rady

Komitet audytu s. 10

- Skład komitetu
- Częstotliwość posiedzeń i kworum
- Siła komitetu
- Funkcje komitetu audytu

Komitet wynagrodzeń s. 12

- Skład, kworum ect. Komitetu wynagrodzeń
- Ujawnianie pakietów wynagrodzeń

Procedury rady s. 14

Standardy rachunkowości i sprawozdawczość finansowa s. 14

Menedżerowie s. 14

- Funkcje menedżerów

Akcjonariusze s. 17

- Obowiązki akcjonariuszy
- Uprawnienia akcjonariuszy
- Akcjonariusze instytucjonalni

Sposób implementacji s. 20

Noty końcowe s. 21

Aneks 1 Lista członków Komitetu

Aneks 2 Informacje przekazywane radzie dyrektorów

Aneks 3 System głosowania listownego

Aneks 4 Format części poświęconej nadzorowi korporacyjnemu

Bibliografia

- 2012 *Principles of Corporate Governance* (2012), Business Roundtable, <http://business-roundtable.org/resources/business-roundtable-principles-of-corporate-governance-2012>.
- A Desirable Corporate Governance – A Code*, Confederation of Indian Industry (1998), http://www.nfcgindia.org/desirable_corporate_governance_cii.pdf.
- Adachi Y. (2010), *Buliding Big Business in Russia. The impact of informal corporate governance practices*, Routledge, New York.
- AIC Corporate Governance updates – October 2010 changes* (2010), Norton Rose Fulbright, <http://www.nortonrosefulbright.com>.
- Allen F., Qian J., Qian M. (2003), *Comparing China's Financial System*, „China Journal of Finance”, t. 1, czerwiec.
- Aluchna M. (2009), *Does Good Corporate Governance Matter? Best Practice in Poland*, „Management Research News”, t. 32, nr 2, www.emeraldinsight.com/0140-9174.htm [dostęp: 20.04.2013].
- Aoki M. (1990), *Toward an Economic Model of the Japanese Firm*, „Journal of Economic Literature”, nr 28.
- Aoki M. (1994), *Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analitical and Deveopmental View* (w:) *The Japanese Main Bank System: The Relevance For Developing and Transforming Economies*, Aoki M., Patrick H.T. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Aoki M., Ding S. (2000), *Relational Financing as an Institution and Its Viability Under Competition* (w:) *Finance, governance, and competitiveness in Japan*, Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Aoki M., Patrick H.T. (red.) (1994), *The Japanese Main Bank System: The Relevance For Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, Oxford.
- Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.) (2000), *Finance, governance, and competitiveness in Japan*, Oxford University Press, Oxford.
- Araujo D., Esposito A. (2004), *Country governance study: Brazil*, Standard & Poor's <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/araujo-esposito-2004.pdf> [dostęp: 25.02.2014].
- Bai Ch-E., Liu Q, Lu J., Song F.M., Zhang J. (2004), *Corporate Governance and Market Valuation in China*, „Journal of Comparative Economics”, t. 32, grudzień.
- Bainbridge S.M. (2000), *Constraints on Shareholder Activism in the United States and Slovenia*, University of California, Los Angeles.
- Baker&McKenzie (2013), www.bakermckenzie.com/bkrussiadb13/.
- Belyankina T. (2006), *Corporate Governance in Russia*, Humboldt Universitaet zu Berlin <http://www2.wiwi.hu-berlin.de/hns/material/SP-Belyankina-paper.pdf> [dostęp: 12.09.2013].
- Berglof E., Pajuste A. (2003), *Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Central and Eastern Europe* (w:) Cornelius P., Kogut B., *Global Competitiveness and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- Betzer A., Theissen E. (2005), *Insider Trading and Corporate Governance – The Case of Germany*, Univerisity of Bonn, Bonn.
- Bhat V. (2007), *Corporate governance in India: past, present, and suggestions for the future*, „Iowa Law Review”, maj 1.
- Bhattacharyya A.K. (2013), *Does India need a unique corporate governance code?*, „Business Standard”, styczeń 28.
- Bhattacharyya A.K., Rao V.S. (2005), *Agency Costs and Foreign Institutional Investors in India*, Indian Insitute of Management Calcutta, Working Paper nr 548, <http://ssrn.com/abstract=773845> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.773845>.

- Black B., Gledson de Carvalho A., Gorga E. (2010), *Corporate Governance in Brazil*, „Emerging Markets Review”, t. 11.
- Black B., Kraakman R., Tarasova A. (2000), *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?*, „Stanford Law Review”, nr 52.
- Błaszczyc B. (red.) (2005), *Kierunki niezbędnych zmian gospodarczych w Polsce. Raport syntetyczny*, CASE, Warszawa.
- Boards behaving badly* (2009), „The Economist”, 6 sierpnia.
- Boehmer E. (2002), *Corporate Governance in Germany: Institutional background and empirical results* (w:) *Corporate Governance and economic performance*, Gugler K. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Borodina S., Shvyrkov O. (red.) (2010), *Investing in BRIC Countries. Evaluating risk and governance in Brazil, Russia, India and China*, McGraw Hill.
- Braendle U.C. (2006), *Shareholder Protection in the USA and Germany – On the Fallacy of LLSV*, „German Law Journal”, nr 3.
- Brancato C.K., Rabimov S. (2008), *The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations*, The Conference Board, Ottawa.
- Brooks J. (1997), *Converging Cultures. Trends in European Corporate Governance*, PriceWaterhouse Europe, Brussels.
- Bundesgerichtshof Urteil (2010) <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=497304fe78-c17605ee16f29053abab37&nr=51361&pos=0&anz=1> [dostęp: 20.11.2012].
- Cadbury Committee Report (1992), *Report of the Cadbury Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance*, Gee, London.
- Cameron R. (2001), *Historia gospodarcza świata*, Wydawnictwo „Książka i Wiedza”, Warszawa.
- Campbell K., Fraser I., Henry W., Jerzemowska M. (2008), *Good Practices in Corporate Governance Disclosure: Polish Corporate Governance and the UNCTAD Guidance*, „Przegląd Corporate Governance”, t. 4, nr 16.
- Campbell K., Jerzemowska M. (1998), *Corporate Governance in Transitional Economies: The Czech Republic and Poland*, referat na Międzynarodową Konferencję „Corporate Governance”, Neapol.
- Campbell K., Jerzemowska M. (2008), *The Politics of Corporate Governance Reform in Poland*, 8th European Academy of Management (EURAM) Conference, Ljubljana.
- Campbell K., Jerzemowska M. (2009), *Corporate Governance Challenges in Poland: Evidence from „Comply or Explain” Disclosures*, *Corporate Governance*, „The International Journal of Business in Society”, t. 9, nr 5.
- Campbell K., Jerzemowska M., Najman K. (2009), *Reminiscencje na temat polskich regulacji nadzoru korporacyjnego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 1.
- Campbell K., Jerzemowska M., Najman K. (2006), *Wstępna analiza przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego przez spółki notowane na GPW w Warszawie w 2005 roku* (w:) Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Carlin W., Landesmann M. (1997), *From theory into practice: restructuring and dynamism in transition economies*, „Oxford Review of Economic Policy”, t. 13, nr 2.
- Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (2006), *Europejskie Prawo Spółek*, t. 3: *Corporate Governance*, Wolters Kluwer, Kraków.
- Chakrabarti R. (2005), *Corporate Governance in India – Evolution and Challenges*, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=649857> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.649857>.

- Chakrabarti R., Megginson W., Yadav P. (2007), *Corporate Governance in India Journal of Applied Corporate Finance*, CFR-Working Paper nr 08-02.
- Chandler A. (1990), *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press.
- Charemza W.W., Deadman D.F. (1997), *Nowa Ekonometria*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Charny D. (1998), *The German Corporate Governance System*, Columbia Law School Conference Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=125188 [dostęp: 15.03.2013].
- Chatfield M. (1996), *Companies Acts (w:) History of Accounting: An International Encyclopedia*, Chatfield M., Vangermeersch R. (red.), Garland Publishing New York.
- Chojcka I. (2013), *Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa.
- Chow G.C. (1960), *Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions*, „Econometrica”, t. 10, nr 3.
- Christ C.F. (1966), *Econometric Models and Methods*, John Wiley & Sons, New York.
- Clarke D.C. (2003), *Corporate governance in China: An overview*, „China Economic Review”, nr 14.
- Code of Best Practice of Corporate Governance* (2009), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, Sao Paulo.
- Committee on Corporate Governance (1998), *Final report*, The Committee on Corporate Governance and Gee Publishing Ltd., London.
- Committee on Corporate Governance: The Combined Code (1998), The London Stock Exchange Limited.
- Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act 2004 (c 27).
- Companies (Consolidation) Act 1908.
- Companies Act 1862 (25 & 26 Vict c 89).
- Companies Act 1907 (7 Edw 7 c 50).
- Companies Act 1928.
- Companies Act 1929 (19 & 20 Geo 5 c 23).
- Companies Act 1947 (10 & 11 Geo 6 c 47).
- Companies Act 1948 (11 & 12 Geo 6 c 38).
- Companies Act 1985 (c 6).
- Companies Act 2006 (c 46).
- Company Law of the People's Republic of China.
- Comparison Of Corporate Governance Guidelines and Codes Of Best Practice: United States* (2012), Weil, Gotshal & Manges LLP, http://www.weil.com/~/media/files/pdfs/us_matrix_september_25_2012.pdf.
- Corporate Governance and Principles for Unlisted Companies in UK*, 2010, Executive summary (2010), Institute of Directors, UK, <http://press.iod.com/2010/11/22/corporate-governance-guidance-for-unlisted-companies-launched-by-iod/>.
- Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* (2009), OECD Report, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.
- Corporate Governance Code*, 2002, http://www.ecgi.org/codes/documents/final_code_english.pdf [dostęp 4.08.2013].
- Corporate Governance Good Practice Guidance* (2011), https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/220646/corporate_governance_good_practice_guidance_july2011.pdf.
- Corporate Governance in Central Governments: Code of Good Practice 2011, Code of good practice 2011 – Guidance Note* (2011), HM Treasury Cabinet Office.

- Corporate Governance of Listed Companies in China: Self-Assessment by the China Securities Regulatory Commission* (2011), OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264119208-en>.
- Corporate Governance Policies* (2013), Council of Institutional Investors, http://www.ecgi.org/codes/documents/cii_cg_policies_27sep2013.pdf.
- Corporate Governance Principles A Japanese View* (1997), Corporate Governance Committee, Corporate Governance Forum of Japan.
- Corporate Governance Rule Filing (SR-NYSE-2002-33)* (2002), NYSE Historical Education Material, <http://usequities.nyx.com/regulation/issuer-oversight/corporate-governance/historical-education-materials>.
- Corporate Governance Voluntary Guidelines* (2009) Ministry of Corporate Affairs, Government of India, New Delhi.
- Corporate Governance. Accountability, Enterprise and International Comparisons* (2005), Keasey K., Thompson S., Wright M. (red.), John Wiley&Sons Ltd, New York.
- Daga R., Koufopoulos D. (2010), *Disclosure and Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India Working Paper*, June SSRN-id.1627186.
- Dalei P., Tulsyan P., Maravi S. (2012), *Corporate Governance in India: A legal Analysis, International Conference on Humanities, Economics and Geography (ICHEG'2012)*, marzec 17–18, Bangkok.
- Das S.C. (2008), *Corporate Governance in India. An evaluation*, Prentice Hall of India, New Delhi.
- Davis E., Kay J. (1990), *Corporate Governance, takeovers and the role of the non-executive director*, „Business Strategy Review”, t. 1, nr 3.
- Deloitte (2012), *Doing Business in Brazil* <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/financial-services/DoingBusinessFSI.pdf>.
- Deloitte (2012), *Współczesna rada nadzorcza 2012. Praktyka ładu korporacyjnego w Polsce*, Deloitte Komisja Nadzoru Finansowego, Polski Instytut Dyrektorów, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/2012/pl_rady_nadzorcze_2012_pl.pdf.
- Deutscher Corporate Governance Kodex* (2013), Regierungskommission Corporate Governance, http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_germany_13may2013_de.pdf.
- Di Miceli da Silveira A., Saito R. (2009), *Corporate Governance in Brazil: Landmarks, Codes of Best Practices, and Main Challenges*, <http://ssrn.com/abstract=1268485>.
- Dimsdale N.H. (1994), *The Need to Restore Corporate Accountability: An Agenda for Reform* (w:) *Capital markets and corporate governance*, Dimsdale N.H., Prevezer M. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Directors' Remuneration* (1995), Report of the Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury, Gee.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2007), <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dobrepraktyki2007.pdf>.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2010), Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja., <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/dpsn2010.pdf>.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2012), Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_16_11_2012.pdf.
- Dobre praktyki w spółkach publicznych* (2002), Uchwała Nr 58/952/2002 Rady Giełdy.
- Dodd-Frank (2010), *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, (Pub.L. 111–203, H.R. 4173), www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf.

- Donald A.W., Fair R.C. (1988), *Inference in Nonlinear Econometric Models with Structural Change*, „Review of Economic Studies”, t. 55, nr 4.
- Dore R. (2000), *Stock Market capitalism Welfare capitalism: Japan and Germany versus Anglo-Saxon*, Oxford University Press, Oxford.
- Draft Report of the Kumar Mangalam Committee on Corporate Governance* (1999), http://www.ecgi.org/codes/documents/draft_report.pdf.
- Dyck A. (2002), *The Hermitage Fund: Media and Corporate Governance in Russia*, Harvard Business School, <http://hermitagefund.com/Harvard%20Business%20School%20—%20Hermitage%20Case%20Study.pdf> [dostęp: 02.08.2013].
- Dyck A., Zingales L. (2002), *The Corporate Governance Role of the Media*, NBER, Cambridge.
- ECGI (2008), <http://www.ecgi.org/codes/documents/businessroundtable.pdf>.
- ECGI (2014), *Index of codes*, http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php.
- Enikolopov R., Stepanov S. (2013), *Corporate Governance w The Oxford Handbook of the Russian Economy*, Alexeev M., Veber S. (red), Oxford University Press, New York.
- European Commission (2009), IP/09/674 29/04/2009.
- Feedback Statement Revisions to the UK Corporate Governance Code and Guidance on Audit Committees* (2012), The Financial Reporting Council Limited, September, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Feedback-statement-on-UK-Corporate-Governance-Code.pdf>.
- Ferry J., *Germany's balancing act*, <http://www.risk.net/insurance-risk/feature/1515494/germany-balancing-act> [dostęp: 12.03.2013].
- Financial Times (2013), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/13e35c46-9637-11e2-9ab2-00144feabdc0.html#axzz35YifGiMg>.
- Franks J.R., Mayer C. (2000), *Ownership and control of German corporations*, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=247501 [dostęp: 15.03.2013].
- Frydman R., Rapaczyński A. (1990), *On Privatizing Privatization: A New Proposal of Ownership Transformation in Poland*, Res Publica.
- Gerber T.P. (2002), *Structural Change and Post-Socialist Stratification: Labor Market Transitions in Contemporary Russia*, „American Sociological Review”, t. 67, nr 5.
- Gerlach M. (1992), *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business*, Berkeley, CA.
- German Firm Finds Money Talk English* (1992), „International Harald Tribune” z 12.12.1992.
- German Government Panel on Corporate Governance: Summary of recommendations*, http://www.ecgi.org/codes/documents/baums_report.pdf.
- Gesell R. (1998), *Polish Mass Privatization – Success or Failure, Referat na Workshop on Privatization, Corporate Governance and the Emergence of Markets*, Frankfurt Institute of Transformation Studies.
- Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie, BGBl.III 1951 S. 801-2, z późn. zm.
- Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (1998) (KonTraG) vom 1998 Bundestagsdrucksache 13/10038.
- Giller R. (1997), *A Year of Painfull Truths*, „The Warsaw Voice”, nr 23.
- Gilson R.J., Roe M.J. (1993), *Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organisation*, 102 „Yale Law Journal”.
- Glassmann C.A. (2006), *Corporate Governance in the United States; Securities and Exchange Commision*, <http://www.sec.gov/news/speech/2006/spch062706cag.htm>.

- Global principles of accountable corporate governance* (2011), California Public Employees' Retirement System (CalPERS), <https://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201111/item03b.pdf> [dostęp: 12.03.2013].
- Golec A., Kurek B. (2011), *Ewolucja systemu nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 2/1.
- Gontarek A. (2010), *Corporate governance. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW raport ze stosowania zasad*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Gonzalo A. Chavez Ana Cristina Silva (2009), *Brazil's Experiment with Corporate Governance*, „Journal of Applied Corporate Finance”, t. 21, nr 1.
- Goodhart C.A., Hall S.G., Henry S.G., Pesaran B. (1993), *News effects in a high-frequency model of the sterling-dollar exchange rate*, „Journal of Applied Econometrics”, t. 8, nr 1.
- Goto G. (2013), *The Outline for the Companies Act Reform in Japan and Its Implications*, „Journal of Japanese Law”, t. 35.
- GPW Statystyka oświadczeń*, 29.01.2007, www.gpw.com.pl.
- Gregory A.W., Nason J.M., Watt D.G. (1996), *Testing for Structural Breaks in Cointegrated Relationships*, „Journal of Econometrics”, t. 71, nr 1.
- Grover D., Khurana A., Shankar R. (2007), *The Regulatory Norms of Corporate Governance in India*, December 12, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1069522>.
- Guardian (2013), <http://www.theguardian.com/world/2013/jul/11/sergei-magnitsky-russia-trial-verdict-tax-fraud>.
- Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity* (2007), http://walker-gmg.co.uk/sites/10051/files/wwg_report_final.pdf.
- GUS i MSP (2013), <http://www.msp.gov.pl> [dostęp dnia: 20.04.2013].
- Habbard P. (2010), *Corporate Governance in Brazil – An International Trade Union Perspective*, Hans Boeckler Stiftung, Paris.
- Hackethal A., Schmidt R., Tyrell M. (2005), *Banks and German Corporate Governance: on the Way to a Capital Market-Based System?*, J.W. Goethe Universität Working Paper, „Finance and Accounting”, nr 146.
- Haggis I. (1997), *Management Accounting and the Polish Privatization Programme*, „Management Accounting”, t. 75, nr 10.
- Hall B.J., Weinstein D.E. (1994), *Main Banks, Creditor Concentration, and the Resolution of Financial Distress in Japan* (w:) *Finance, governance, and competitiveness in Japan*, Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Hamao Y., Hoshi T. (2000), *Bank-owned security subsidiaries in Japan: Evidence after the 1993 financial system reform* (w:) *Finance, governance, and competitiveness in Japan*, Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Hansen B.E. (2001), *The New Econometrics of Structural Change: Dating Breaks in U.S. Labor Productivity*, „Journal of Economic Perspectives”, t. 15, nr 4.
- Harvey A.C. (1992), *Forecasting Structural Time Series Models and the Kalman Filter*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Harvey A.C., Collier P. (1997), *Testing for Functional Misspecification in Regression Analysis*, „Journal of Econometrics”, t. 6, nr 1.
- Hayashi F. (2000), *The Main Bank System and Corporate Investment: An Empirical Re-assessment* (w:) *Finance, governance, and competitiveness in Japan*, Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Heineman B.W. (2010), *A „Stewardship Code” for Institutional Investors*, „Harvard Business Review”, <http://blogs.hbr.org/2010/01/a-stewardship-code-for-institu/>.

- Hendry D.F. (1994), *Dynamic Econometrics*, Oxford University Press, Oxford.
- Higgs D. (2002), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, A Consultation Paper, czerwiec.
- Higgs D. (2003), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, A Consultation Paper, The Department of Trade and Industry, <http://www.ecgi.org/codes/documents/higgs.pdf>.
- Hilb M. (2006), *New Corporate Governance: Successful Board Management Tools*, Springer, Berlin-Heidelberg.
- Höpner M., Jackson G. (2001), *An emerging market for corporate control?*, MPIfG Discussion Paper, nr 4.
- Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Hoshi T. (1998), *Japanese Corporate Governance as a System (w:) Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Hopt K.J., Kanda H., Roe M.J., Wymeersch E., Prigge S., Clarendon Press, Oxford.
- Hoshi T., Kashyap A. (2009), *Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan*, NBER Working Paper nr 14401.
- Hoshi T., Kashyap A. (2011), *Why did Japan stop growing?*, National Institute for Research Advancement.
- Hoshi T., Kashyap A.K. (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, The MIT Press.
- Hylleberg S., Mizon G.E. (1989), *Cointegration and Error Correction Mechanisms*, „The Economic Journal”, t. 99, nr 395.
- Internal control and financial reporting – guidance for directors of listed companies registered in the UK* (1994), <http://www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports/rutteman-report>.
- Internal Control. Guidance for the Directors on Combined Code* (1999), The Institute of Chartered Accountants in England & Wales, London.
- Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code* (2005), FRC.
- International Corporate Governance Principles* (2002), http://www.ecgi.org/codes/documents/hermes_igp_en.pdf.
- Jackson G. (2010), *Understanding Corporate Governance in the United States, An Historical and Theoretical Reassessment*, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_223.pdf.
- Jacoby S. (2002), *Corporate Governance in Comparative Perspective: Proposals for Convergence*, „Comparative Labor Law & Policy Journal”, nr 22.
- Jarosz M., Kozarzewski P. (2002), *Sukcesy i klęski prywatyzacji w krajach postkomunistycznych*, Polska Akademia Nauk, Warszawa.
- Jerzemska M. (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Jerzemska M., Nogalski B. (2000), *Corporate Governance in Polish Holdings (w:) In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia Światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Joint Stock Companies Act 1844 (7 & 8 Vict c 110).
- Joint Stock Companies Act 1856 (19 & 20 Vict c 47).
- Jungu T. (2007), *Corporate Governance for Listed Companies in China – Recent Moves to Improve the Quality of Listed Companies*, „Nomura Capital Market Review”, t. 10, nr 2.
- Kanda H. (1998), *Comparative Corporate Governance – Country Report: Japan (w:) Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Hopt K.J., Kanda H., Roe M.J., Wymeersch E., Prigge S., Clarendon Press, Oxford.

- Kang Y., Shi L., Brown E.D. (2008), *Chinese Corporate Governance. History and Institutional Framework*, Center for Corporate Ethics and Governance, http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/technical_reports/2008/RAND_TR618.pdf.
- Katner W.J. (2000), *Kodeks spółek handlowych z wprowadzeniem*, Presspublica, Warszawa.
- Kay J. (1994), *The Foundations of National Competitive Advantage*, Fifth ESRC Annual Lecture, ESRC, London.
- Kay J., Silberston A. (1995), *Corporate Governance*, „National Institute Economic Review”, sierpień.
- Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies* (2008), National Association of Corporate Directors, 16.10., www.nacdonline.org.
- Khanna T., Palepu K.G. (2006), *The Evolution of Concentrated Ownership in India* (w:) Morck R.K. (red.), *History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Mangres*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Kim H., Hoskisson R.E. (1997), *Market (United States) versus Managed (Japanese) governance* (w:) Keasey K., Thompson S., Wright M. (red.), *Corporate Governance: Economic, Management, and Financial Issue*, New York, Oxford University Press.
- King N. (1996), *Who's Steering? Privatization was the easy part – now Central Europe must Develop Effective corporate governance*, „Central European Economic Review”, marzec.
- Kirkpatrick G. (2009), *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>.
- Köll E., Goetzmann W.N. (2004), *The History of Corporate Ownership in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, Yale ICF Working Paper nr 04-29, <http://ssrn.com/abstract=572122>.
- Kołodkiewicz I. (2000), *Building a System of Corporate Governance in Poland. Initial Experiences* (w:) *In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa.
- Koyama Y. (2003), *Bad Loans Problem and Banking System Crisis in Japan*, referat na konferencję „European and Asian Experiences and Public Policy Consideration”, University of Greenwich Business School, Londyn.
- Kozarzewski P. (2003), *Corporate Governance and Secondary Privatisation in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure*, CASE Network Studies and Analyses nr 263, <http://ssrn.com/abstract=1443803> [dostęp: 26.04.2013].
- Kozarzewski P. (2006), *Privatization and Corporate Governance in Poland: Problems and Trends*, <http://ssrn.com/abstract=1016055> [dostęp dnia: 26.04.2013].
- Kozarzewski P. (2007), *Corporate Governance Formation in Poland, Kyrgyzstan, Russia, and Ukraine*, Studies and Analyses nr 347, <http://ssrn.com/abstract=1016064> [dostęp: 26.04.2013].
- Krauze K. (2002), *Modelowanie ekonometryczne i weryfikacja hipotez dotyczących integracji i kointegracji szeregów czasowych w warunkach występowania załamań strukturalnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1997), *Legal Determinants Of External Finance*, „Journal of Finance”, t. 52.
- Larcker D., Tayan B. (2011), *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education Inc.
- Lazareva O., Rachinsky A., Stapanov S. (2007), *A survey of Corporate Governance in Russia*, CEFIR Working Paper nr 103, http://pdc.ceu.hu/.../survey_of_corporate_governance.pdf.

- Lee T.A. (1986), *Company Auditing, Institute of Chartered Accountants of Scotland*, Edinburgh.
- Lesiński, W. Rozwadowski B. (1980), *Historia prawa*, PWN, Warszawa–Poznań.
- Limited Liability Act 1855 (18 & 19 Vict c 133).
- Lis K., Sterniczuk H. (2005), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Literature Survey on Factual, Empirical and Legal Issues* (2000), The ESRC Center for Business Studies, University of Cambridge.
- Lucey B.M., Voronkova S. (2008), *Russian Equity Market Linkages Before and After the 1998 Crisis: Evidence from Stochastic and Regime-Switching Cointegration Tests*, „Journal of International Money and Finance”, t. 27, nr 8.
- Macdonald N., Beattie A. (1993), *The Corporate Governance Jigsaw*, „Accounting and Business Research”, t. 23, nr 91.
- Mace M.L. (1971), *Directors Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston.
- Madan L.B., Dharma (2010), *Corporate Governance and Transparency: An Overview of the Asian Markets*, „International Journal of Business and Management”, t. 5, nr 6.
- Maddala G.S., Kim I.M. (1998), *Unit Root, Cointegration and Structural Change*, Cambridge University Press, Cambridge.
- McAuley T. (2007), *Danger zone*, <http://www.cfoeurope.com/displayStory.cfm/2383142> [dostęp: 30.05.2007].
- McCarthy D.J., Puffer S.M., Shekshnia S.V. (2004), *CG in Russia*, Edward Elgar Publishing, Northampton–Cheltenham.
- McGee R.W., Preobragenskaya G.G. (2006), *Accounting and Financial System Reform in Eastern Europe and Asia*, Springer, New York.
- McGee, Robert W., Preobragenskaya G. (2004), *Problems of Implementing International Accounting Standards in a Transition Economy: A Case Study of Russia*, <http://ssrn.com/abstract=459363>.
- Mendes Aldrighi D. (2003), *The Mechanisms of Corporate Governance in United States. An Assessment*, „Revista Brasileira de Economia”, nr 3.
- Mesjasz C. (2007), *Problemy nadzoru korporacyjnego w Polsce w warunkach transformacji gospodarczej*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie, nr 727.
- Milhaupt C.J. (2001), *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance*, „University of Pennsylvania Law Review”, t. 149.
- Milhaupt C.J. (2003), *A lost decade for Japanese corporate governance reform? What's changed, what hasn't, and why*, Columbia Law School, Center for Law and Economics Working Paper, 9 lipca.
- Mitbestimmungsgesetz vom 4. Mai 1976 (BGBl. I S. 1153) z późn. zm.
- Mochizuki K. (1992), *Corporate Governance in Japan*, „Investor Relations”, listopad/grudzień.
- MOEX (2014), <http://moex.com/n5012/?nt=201> [dostęp: 14.03.2014].
- Monks R. (1996), *Corporate Governance in the Twenty First Century. A Preliminary Outline*, Lens INC, Portland, <http://www.lens-library.com/info/cg21.html>.
- Monks R., Minow N. (1995), *Corporate Governance*, Blackwell Publishers, Cambridge.
- Monks R.A.G. (2005), *Corporate Governance-USA-Fall 2004 Reform – The Wrong Way and the Right Way*, „Corporate Governance: An International Review”, t. 13, nr 2.
- Morck R.K. (red.) (2005), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press.
- Morita H. (2014), *Reforms of Japanese Corporate Law and Political Environment*, „Journal of Japanese Law”, nr 37.
- Mortimer T. (2009), *Corporate Governance in Poland*, „Corporate Ownership & Control”, t. 7, nr 2.

- Muravyev A., Berezinets I., Ilina Y. (2013) *The Structure of Corporate Boards and Private Benefits of Control: Evidence from the Russian Stock Exchange*, St. Petersburg State University Graduate School of Management.
- Nakamura N. (2003), *Corporate governance in Japan: today and tomorrow*, „Japan Economic Currents”, nr 34.
- Nakaso H. (2001), *The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt*, BIS Papers nr 6, Bank for International Settlements, Basel.
- Nartowski A.S. (2002), *Zmierzch dwupłatowców*, „Gazeta Bankowa”, 28.02.
- Nartowski A.S. (2008), *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW. Podręcznik*, „Przeгляд Corporate Governance”, numer specjalny.
- NAUFOR (2010), http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/en/Russian_Stock_Market_2010.pdf.
- NAUFOR (2012), http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/en/factbook_2012_eng.pdf.
- Nowa Encyklopedia Powszechna PWN* (1996), PWN, Warszawa.
- NY Times (2008), http://www.nytimes.com/2008/07/24/world/europe/24kremlin.html?hp=&pagewanted=all&_r=0.
- OECD (2001), *White Paper on Corporate Governance in Russia*, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/2789982.pdf> [dostęp: 10.09.2013].
- OECD (2012), *Russian boards: selection, nomination and election*, <http://www.oecd.org/daf/ca/RussiaCorporaetGovernanceRoundtableNominationSurveyEnglish.pdf> [dostęp: 10.09.2013].
- Offermanns M. (2007), *Audit partner tenure and rotation in Germany – Does rotation improve audit quality?*, <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=11572> [dostęp: 28.11.2012].
- Okabe M. (2009), *Corporate Governance in Japan: Evolution, Policy Measures, and Future Issues* (w:) *Codes of Good Governance Around the World*, Lopez Iturriaga F.J. (red.), Nova Science Publishers, New York.
- Okumura H. (1984), *Enterprise Groups in Japan*, „The Journal of Commercial Papers”, nr 147.
- Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego*, C.H. Beck, Warszawa.
- Ożga E. (2000), *Słownik terminologii prawniczej*, cz. II. Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz.
- Packer F. (2000), *Credit Ratings and Spreads in the Samurai Bond Market* (w:) *Finance, governance, and competitiveness in Japan*, Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Pande S., Kaushik K. (2012), *Study on the State of Corporate Governance in India Evolution, Issues and Challenges for the Future*, Indian Institute of Corporate Affairs, Thought Arbitrage Research Institute and Indian Institute of Management Calcutta, http://www.iica.in/images/Evolution_of_Corporate_Governance_in_India.pdf.
- Park J. (2012), *Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development*, IMF Working Paper nr 224 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12224.pdf> [dostęp 15.04.2013].
- Patrick H. (2003), *Whither the Japanese Economy*, Annual Report 2002–2003, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.
- Patrick H. (2004), *Evolving Corporate Governance in Japan*, Working Paper nr 220, Working Paper Series Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.
- Perron P. (1989), *The Great Crash, the Oil Price and the Unit Root Hypothesis*, „Econometrica”, t. 57, nr 6.
- Perron P. (2006), *Dealing with Structural Breaks*, Palgrave Handbook of Econometrics.

- Pesaran B., Pesaran M.H. (2009), *Time Series Econometric*, Oxford University Press, Oxford.
- Phelps E.S., Frydman R., Rapaczyński A., Shlifer A.J. (1993), *Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe*, EBRD Working Paper nr 368, DC: The World Bank, Washington.
- Ponticelli J. (2013), *Court Enforcement and Firm Productivity: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2179022.
- Principles for Responsible Institutional Investors Japan's Stewardship Code – To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue* (2014), The Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code, 26 lutego.
- Principles of Corporate Governance for Listed Companies* (2004), Tokyo Stock Exchange, Inc. Listing department.
- Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies* (2004), http://www.ecgi.org/codes/documents/provisional_cgcode_csrc.pdf.
- Prowse S.D. (1996), *Corporate Finance in International Perspective: Legal and Regulatory Influences on Financial System Development*, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, Third Quarter.
- Przybylska M. (2010), *Znaczenie Dobrych Praktyk w wycenie spółek giełdowych*, Martin CONSULTING, GPW, Warszawa.
- PwC (2013), *An overview of Russian IPOs: 2005 to 2013*, http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_eng_print.pdf [dostęp 12.10.2013].
- Quandt R.E. (1960), *Tests of the hypothesis that a linear regression system obeys two separate regimes*, „Journal of American Statistical Association”, t. 55.
- Quandt R.E. (1992), *The Collected Essays of Richard E. Quandt*, Edward Elgar Publishing.
- Raporty MSP (2013a), *Ocena przebiegu prywatyzacji majątku*, <http://www.msp.gov.pl> [dostęp: 20.04.2013].
- Raporty MSP (2013b), http://nadzor.msp.gov.pl/portal/nad/177/Wykaz_spolek_z_udzialem_SP.html [dostęp: 26.04.2013].
- Rapp M.S., Wolff M. (2012), *Kodexakzeptanz 2012. Analyse der Entsprechenserklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, Handelshochschule Leipzig – Center for Corporate Governance, Leipzig.
- Rautava J. (2004), *The Role of Oil Prices and the Real Exchange Rate in Russia's Economy – a Cointegration Approach*, „Journal of Comparative Economics”, t. 32, nr 2.
- Reese W.A., Weisbach M.S. (2001), *Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings*, NBER Working Paper nr W8164.
- Report of the SEBI Committee on Corporate Governance* (8.02.2003), <http://www.sebi.gov.in/commreport/corpgov.pdf>.
- Review of the Combined Code: Final Report* (2009), FRC, <http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/2009%20Review%20of%20the%20Combined%20Code%20Final%20Report1.pdf>.
- Review of the impact of the Combined Code* (2007), Pensions Investment Research Consultants Ltd.
- Rhiel R. (2005), *Pension funding in Germany*, <http://www.mercerhr.com/referencecontent.jhtml?idContent=1181340> [dostęp: 03.06.2012].
- Rosen von R. (2000), *Die Entwicklung der Aktie – Spiegel des Jahrhunderts*, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt/Mein.

- Rozłucki W. (2005), *Corporate Governance and regulation in Poland*, Warsaw Stock Exchange, Warsaw.
- Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (2009), 19 lutego, t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 133.
- Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez KPWiG, (2006), 13 lutego, Dz.U. Nr 25, poz.188.
- Rudolf, S. (2006), *Funkcjonowanie rad nadzorczych w Polsce* (w:) Lis K., Sterniczuk H. (red), *Nadzór korporacyjny*, Wolters Kluwer, Kraków.
- Rudomino V., Amosova A., Volgina A. (2013), *The Float Guide. How to float a company on the Russian Securities Exchange*, ALRUD.
- Samuels J.M., Wilkes F.M., Brayshaw R.E. (1995), *Management of Company Finance*, Chapman, London.
- Sarkar T., Jay S., Manley G. (2010), *An Analysis of the Walker review of Corporate Governance in UK, Banks And other financial institutions*, „The Banking Law Journal”, t. 127, nr 3.
- Sarkar J., Sarkar S. (2000), *Large shareholder activism in Corporate Governance in Developing Countries*, „International Review of Finance”, t. 1.
- Schaede U., Hoshi T., McMillan J. (1997), *Deregulation and Japanese Corporate Governance* (w:) Kotler M. (red.), *Japanese Deregulation – What you should know*, Japan Information Access Project, Conference Proceedings, Washington.
- Schmidt R. (2003), *Corporate Governance in Germany. An economic perspective*, „J.W. Goethe Universität Working Paper. Finance and Accounting”, nr 118.
- Schmidt R. (2006), *Stakeholderorientierung, Systemfähigkeit und Stabilität der Corporate Governance in Deutschland*, „J.W. Goethe Universität Working Paper. Finance and Accounting”, nr 162.
- Sheard P. (1994), *Main Banks and the Governance of Financial Distress* (w:) *The Japanese Main Bank System: The Relevance For Developing and Transforming Economies*, Aoki M., Patrick H.T. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Shevchuk A. (2013), *Corporate Governance Roundtable Meeting Documents. OECD, Moscow Exchange*, <http://www.oecd.org/daf/ca/2013RussiaCorporateGovernanceTechnicalSeminarBackgroundPaperEnglish.pdf> [dostęp: 12.09.2013].
- Słomka-Gołębiowska A. (2006), *W stronę modelu prorynkowego? Studium o niemieckim systemie nadzoru nad przedsiębiorstwem* (w:) *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Rudolf S., Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Słownik angielsko-polski* (1964), Wiedza Powszechna, Warszawa.
- Socha J. (2006), *In a search for regulations on risk management*, Internal Control and Internal Audit, European Commission Internal Audit Service (IAS conference presentation).
- Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd., New York.
- Sprenger C. (2010), *State Ownership in the Russian Economy: Its Magnitude, Structure and Governance Problems*, ICEF Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1311223> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1311223>.
- Stapledon G.P. (1998), *The Hampel Report on Corporate Governance*, „Company and Securities Law Journal”, nr 16.
- Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain Principle* (2006), Statement of the European Corporate Governance Forum on the com-

- ply-or-explain Principle 22/02/2006,2006 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf.
- Statement on Corporate Governance* (1997), The Business Roundtable. An Association of Chief Executive Officers Committed to Improving Public Policy.
- Stock J.H., Watson M.W. (2003), *Introduction to Econometrics*, Boston, MA, Addison-Wesley.
- Studziński J. (2012), *Ewolucja systemów nadzoru korporacyjnego*, „Przegląd Corporate Governance”, nr 3 (31).
- Śmid W. (2000), *Słownik terminów angielsko-polski*, t. II, Placet, Warszawa.
- Taisu Z. (2011), *Property Rights in Land, Agricultural Capitalism, and the Relative Decline of Pre-Industrial China*, „San Diego International Law Journal”, t. 13, nr 1, 2011.
- Tam O.K (1999), *The Development of Corporate Governance in China*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Tamowicz P., Przybyłowski M. (2006), *Still much to be done: Corporate Governance in Poland*, „International Journal of Disclosure and Governance”, t. 3, nr 4.
- Teranishi J. (2000), *The Fall of the Taisho Economic System* (w:) *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*, Aoki M., Saxonhouse G.R. (red.), Oxford University Press, Oxford.
- Ter-Minassian T. (2012), *Structural Reforms in Brazil: Progress and Unfinished Agenda Inter-American Development Bank Policy Brief No IDB-PB-158*, <http://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/1411/Structural%20Reforms%20in%20Brazil%3a%20Progress%20and%20Unfinished%20Agenda.pdf;jsessionid=EC488F83CC6AA11B6AFB15F7B952B50A?sequence=1> [dostęp 16.04.2013].
- The AIC Code of Corporate Governance* (2010), The Association of Investment Companies, October, www.theaic.co.uk.
- The Audit Firm Governance Code, A Project For the Financial Reporting Council* (2010), Audit Firm Governance Working Group.
- The Combined Code* (2008), Financial Reporting Council, http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_june2008_en.pdf.
- The Combined Code on Corporate Governance* (2006), FRC, http://www.ecgi.org/codes/documents/frc_combined_code_june2006.pdf.
- The Combined Code. Principles of Good Governance and Code of Best practice* (2000), Committee on Corporate Governance.
- The Financial System Reform Act* (1994), Ministry of Finance.
- The Hermes Principles. What shareholders expect of public companies – and what companies should expect of their investors*, Hermes Governance Code (2002), Hermes Pensions Management Limited http://www.ecgi.org/codes/documents/hermes_principles.pdf.
- The NACD Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies* (2008), National Association of Corporate Directors, <https://secure.nacdonline.org/source/members/whitepapers-new/Key-Agreed-Principles.cfm>.
- The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles* (2002), Institutional Shareholders' Committee http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=122.
- The Sarbanes-Oxley Act (2002), Pub.L. 107-204, 116 Stat. 7450.
- The UK Corporate Governance Code* (2010), Financial Reporting Council, <https://www.frc.org.uk>.
- The UK Corporate Governance Code* (2012), <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>.
- The UK Stewardship Code* (2010), Financial Reporting Council, <https://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/The-UK-Stewardship-Code.aspx>.

- The UK Stewardship Code* (2012), Financial Reporting Council, <https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>.
- TIAA-CREF Issues New Edition of its Policy Statement on Corporate Governance* (2007), The Free Library by FARLEX, <http://www.thefreelibrary.com/TIAA-CREF+Issues+New+Edition+of+its+Policy+Statement+on+Corporate...-a0160478367>.
- TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance* (2007), http://www.ecgi.org/codes/documents/tiaa_cref_governance_policy_2007.pdf.
- Tricker B. (2008), *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press.
- Tricker B., Mallin Ch. (2012), *Corporate Governance*, UK Stewardship Code – Compliance, <http://corporategovernanceoup.wordpress.com/2012/03/09/uk-stewardship-code-compliance/>.
- TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance* (2013), Tokyo Stock Exchange Inc, February.
- Turnbull Internal Control Guidance* (2006), http://www.prismcosec.com/secure_files/dl/150.
- U.S. Banking Act of 1933, Federal Reserve Bank, No1248, https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=15952&filepath=/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf.
- U.S.SEC, <http://www.sec.gov/investor/pubs/securitieslaws.htm>.
- Uchwała Nr 1013/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A w sprawie określenia zakresu i struktury raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe, (2007), 11 grudnia.
- University of Cambridge, Judge Business School, <http://www.cadbury.jbs.cam.ac.uk/index.html>.
- Ustawa o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (2009), 7 maja, Dz.U. Nr 77, poz. 649 z późn. zm.
- Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (1996), 30 sierpnia, t.j. Dz.U. z 2013 r., poz. 216 z późn. zm..
- Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym (1997), 20 sierpnia, t.j. Dz.U. z 2013 r., poz. 1203 z późn. zm.
- Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (2005a), 29 lipca, t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 1537 z późn. zm..
- Ustawa o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (1993), 30 kwietnia, Dz.U. Nr 44, poz. 202 z późn. zm.
- Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (2005b), 29 lipca, t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 94 z późn. zm..
- Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (2005c), 29 lipca, Dz.U. z 2013 r. poz. 1382 z późn. zm.
- Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (1990), 13 lipca, Dz.U. Nr 51, poz. 298 z późn. zm..
- Ustawa o rachunkowości (1994), 29 września, t.j. Dz.U. z 2013 r. poz. 330 z późn. zm.
- Ustawa – Kodeks spółek handlowych (2000), 15 września, t.j. Dz.U. z 2013 r. poz. 1030 z późn. zm.
- Ustawa – Prawo działalności gospodarczej (1999), 19 listopada, Dz.U. Nr 101, poz. 1178 z późn. zm.
- Varma J.R. (1997), *Corporate Governance in India: Disciplining the Dominant Shareholder*, „The Journal of the Indian Institute of Management”, t. 9, nr 4.

- Varottil U. (2010), *India's Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009: Rhetoric or Reality?*, „National Law School of India Review”, t. 22, nr 2.
- Vasudev P.M. (2007), *Capital Market and Corporate Governance in India: An Overview of Recent Trends*, „The Corporate Governance Law Review”, t. 3, nr 3.
- Voronka S. and Bohl M. (2005), *Institutional Traders' Behavior in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Fund Investors*, „Journal of Business Finance and Accounting”, t. 32, nr 7/8.
- Walker D. (2009), *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities Final recommendations*, http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.
- Walker Review: Final recommendations* (2009), Ashurst London, www.ashurst.com/doc.aspx?id_Content=4890.
- Weimer J., Pape J.C. (1999), *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance. An International Review”, nr 2.
- World Bank (2005), *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC). Corporate Governance Country Assessment: Poland*, World Bank, http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_pol_05.pdf.
- World Bank Data Bank Doing Business*, <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=doing-business>.
- Yamada T. (2000), *Japanese Corporate System, Financial Institutions and International Finance from Legal Point of View*, „Hosei Riron”, t. 33, nr 1.
- Yao Y. (2009), *Historical Dynamics of the Development of the Corporate Governance in Japan*, „Journal of Politics and Law”, t. 2, nr 4.
- Yoshikawa T., McGuire J. (2008), *Change and Accountability in Japanese CG*, „Asia Pacific Journal of Management”, nr 25.
- Zalega K. (2003), *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, SGH, Warszawa.
- Zeidan R., Fontes Filho J.R. (2012), *Corporate Governance and Industrialization in Brazil: An Historical Approach*, „The IUP Journal of Corporate Governance”, t. 11, nr 2.

Spis tabel

Tabela 1. Brytyjskie kodeksy dobrych praktyk	19
Tabela 2. Opis różnic pomiędzy UK Corporate Governance Code z 2010 i 2012 roku	60
Tabela 3. Regulacje corporate governance w Stanach Zjednoczonych	77
Tabela 4. Przeciętne wydatki poniesione na zbadanie w przedsiębiorstwie systemu kontroli wewnętrznej	87
Tabela 5. Niemiecki system nadzoru korporacyjnego w XX wieku	111
Tabela 6. Regulacje nadzoru korporacyjnego w Japonii	143
Tabela 7. Wymagania stawiane emitentom w ramach różnych segmentów notowań giełdy w São Paulo	162
Tabela 8. Kryteria niezależności dyrektorów wg IBGC	168
Tabela 9. Główne problemy i wyzwania brazylijskiego systemu corporate governance	173
Tabela 10. Struktura finansowania zewnętrznego rosyjskich przedsiębiorstw w latach 2001–2006	176
Tabela 11. Struktura własności 90 największych rosyjskich spółek w 2010 roku	180
Tabela 12. Rosyjski system regulacji dotyczących rachunkowości	183
Tabela 13. Złota akcja w spółkach rosyjskich w latach 2001–2007	185
Tabela 14. Wymagania stawiane emitentom w ramach różnych segmentów notowań giełdy moskiewskiej	188
Tabela 15. IPO spółek rosyjskich w latach 2005–2012	188
Tabela 16. Konstrukcja rosyjskiego Kodeksu dobrych praktyk z 2002 roku	191
Tabela 17. Porównanie definicji niezależności dyrektora w rosyjskich dokumentach	194
Tabela 18. Porównanie jednostek odpowiadających za audyt rosyjskich korporacji	201
Tabela 19. Indyjskie regulacje corporate governance na liście ECGI	216
Tabela 20. Polskie kodeksy dobrych praktyk na liście ECGI	287
Tabela 21. Opis zmiennych użytych do badania	302
Tabela 22. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresu zmiany	310
Tabela 23. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych	310
Tabela 24. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi	312
Tabela 25. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian	316
Tabela 26. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych	317
Tabela 27. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi	318

Tabela 28. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian	322
Tabela 29. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych	323
Tabela 30. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi	324
Tabela 31. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian	329
Tabela 32. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych	329
Tabela 33. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi	331
Tabela 34. Test ADF występowania pierwiastka jednostkowego wokół okresów zmian	336
Tabela 35. Wybrane testy diagnostyczne modelu trendu zmiennych	337
Tabela 36. Wyniki estymacji modeli ze zmianami strukturalnymi	339

Spis rysunków

Rysunek 1.	Przestrzeganie zapisów poszczególnych rozdziałów niemieckiego kodeksu dobrych praktyk przez spółki z indeksu DAX i M-DAX w 2011 roku	121
Rysunek 2.	Przykład struktury piramidowej umożliwiającej kontrolowanie spółki przy niewielkim wkładzie kapitałowym	159
Rysunek 3.	Struktura brazylijskiego rynku kapitałowego w podziale na typ inwestora	161
Rysunek 4.	Przyrost liczby emitentów w segmentach podwyższonych standardów ładu korporacyjnego w Brazylii w latach 2001–2013	163
Rysunek 5.	Skuteczność windykacji zobowiązań w postępowaniu upadłościowym w Brazylii w latach 2003–2012 (% roszczeń zaspokojonych w stosunku do zgłoszonych)	165
Rysunek 6.	Relacje pomiędzy organami spółki w Brazylii	166
Rysunek 7.	Model chińskiego nadzoru korporacyjnego	244
Rysunek 8.	Proces transformacji własnościowej przedsiębiorstw państwowych w Polsce (skumulowany)	278
Rysunek 9.	Struktura własności w 256 polskich spółkach należących do Indeksu WIG (grudzień 2012)	279
Rysunek 10.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Brazylii w latach 1994–2012	314
Rysunek 11.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Brazylii w latach 1994–2012	315
Rysunek 12.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Rosji w latach 1994–2012	320
Rysunek 13.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Rosji w latach 1994–2012	321
Rysunek 14.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Indiach w latach 1994–2012	326
Rysunek 15.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Indiach w latach 1994–2012	327
Rysunek 16.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Chinach w latach 1994–2012	333
Rysunek 17.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Chinach w latach 1994–2012	334
Rysunek 18.	Skumulowana liczba debiutów na NewConnect	335
Rysunek 19.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych ekonomicznych w Polsce w latach 1994–2012	340
Rysunek 20.	Rzeczywiste i oszacowane wartości zmiennych finansowych w Polsce w latach 1994–2012	341