

**Magdalena Rosińska**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **ZNACZENIE ŁADU KORPORACYJNEGO DLA KSZTAŁTOWANIA KIERUNKÓW MIĘDZYNARODOWYCH PRZEPŁYWÓW KAPITAŁU**

---

**Streszczenie:** W dobie rozwoju korporacji transnarodowych coraz bardziej istotna staje się kwestia wpływu procesów globalizacji i integracji rynków (głównie finansowych, jednak nie tylko) na przyjęcie zasad ładu korporacyjnego przez poszczególne podmioty. Ład korporacyjny, który do niedawna był zjawiskiem niedocenianym, staje się wyznacznikiem jakości zarządzania spółkami publicznymi, również międzynarodowymi, co wpływa na wycenę ich aktywów przez inwestorów. Tym samym staje się niejako bodźcem wyznaczającym kierunki międzynarodowych przepływów kapitału, korzystnym dla tych podmiotów, które przestrzegają regulacji krajowych i międzynarodowych w zakresie poufności danych, relacji z akcjonariuszami oraz możliwości dokonywania transakcji na ich papierach wartościowych.

**Słowa kluczowe:** ład korporacyjny, globalizacja rynków finansowych, *insider trading*.

### **1. Wstęp**

Kwestie związane z ładem korporacyjnym w spółkach publicznych cieszą się coraz większym zainteresowaniem zarówno rynków finansowych, jak ich otoczenia. Jest to związane z naciskiem, jaki kładą narodowe regulacje na zastosowanie zasad ładu korporacyjnego w spółkach publicznych, wywołanym procesami globalizacji, w szczególności zaś postępującą integracją rynków finansowych. Obserwacje kierunków przepływu kapitału w światowej gospodarce pozwalają twierdzić, że inwestycje są kierowane tam, gdzie efektywność jest największa (niekoniecznie idzie to w parze z wizerunkiem poszczególnych rynków). W rzeczywistości zmiany, dokonywane w zasadach i stosowaniu ładu korporacyjnego przez spółki publiczne, ukazują ekonomiczną siłę oddziaływania podmiotów, które akumulują środki finansowe. Kwestią nierozstrzygniętą pozostaje pytanie, czy struktury ładu korporacyjnego determinują różnice w rozwoju ekonomicznym podmiotów i rynków, w których podmioty te uczestniczą, zarówno regionalnych, jak i globalnych.

W niniejszym artykule została poruszona kwestia wpływu procesów globalizacji i integracji rynków (głównie finansowych) na przyjęcie zasad ładu korporacyjnego przez poszczególne podmioty. Na uwagę zasługują szczególnie uregulowania

jawności zjawisk i procesów z ich obszarów finansowych. Procesy globalizacji, a właściwie swobody przepływu kapitału wywołują decyzje lokalnych jurysdykcji w kwestii jawności danych finansowych spółek. „Wpływ globalizacji na rynku finansowym (globalizacji finansowej) na wzrost gospodarczy może odbywać się różnymi kanałami. W podejściu tradycyjnym globalizacja ta sprzyja wdrażaniu bardziej efektywnych rozwiązań instytucjonalnych, zwiększaniu przejrzystości rynku oraz wspomaga rozwój sektora finansowego”<sup>1</sup>.

## 2. Ład korporacyjny – definicja i otoczenie

Przez szerokie pojęcie ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*) rozumie się wszelkie działania mające na celu stworzenie sieci relacji między korporacyjnymi kierownikami (zarządami i radami nadzorczymi spółek), dyrektorami i osobami dysponującymi sprzedażą papierów udziałowych. Bardziej ogólnie jest to relacja korporacji do akcjonariuszy i społeczeństwa. Nie ulega wątpliwości, że w dobie globalizacji w obu wymiarach ład korporacyjny ulega transformacji.

Szerzej, ład korporacyjny obejmuje swoim zasięgiem również zestaw uregulowań prawnych, zwyczajów oraz dobrowolnych zachowań uczestników rynku kapitałowego, które umożliwiają spółkom przyciąganie inwestorów, realizowanie celów własnych oraz pogodzenie obowiązków wynikających z funkcjonowania w społeczeństwie.

Ład korporacyjny staje się coraz bardziej istotną kwestią w funkcjonowaniu spółek publicznych. Reguluje on bowiem sposób organizacji procesów obiegu informacji wewnątrz spółek, nadzoru oraz kontroli wewnętrznej. Jest to również podstawa kształtowania relacji przedsiębiorstw z otoczeniem rynkowym, a przede wszystkim z akcjonariuszami. Zasady ładu korporacyjnego są wdrażane w przedsiębiorstwach w celu poprawy przejrzystości ich funkcjonowania, wzmocnienia praw akcjonariuszy oraz poprawy jakości komunikacji spółek z inwestorami.

Ład korporacyjny jest podstawą odpowiedzialności w spółkach, instytucjach i przedsiębiorstwach rozważających realizowanie celów biznesowych i społecznych, a jednocześnie wspierających aspiracje jednostek i zespołów. Właściwa struktura kierowania ma bowiem podstawowe znaczenie dla wzmacniania postępu gospodarek (w szczególności krajów *emerging markets*) i zapobiegania tworzeniu struktur i zachowań niezgodnych z prawem. ECGI zamierza zrobić główną kontrybucję do dyskusji o sformułowaniu polityki i rozwoju najlepszej korporacyjnej praktyki kierowania, opartej na bezstronnym i obiektywnym badaniu i zbiorowej wiedzy specjalistycznej jego osoby i instytucjonalnych członków.

---

<sup>1</sup> W. Dębski, I. Bujnowicz, *Integracja i rozwój rynków kapitałowych a wzrost gospodarczy. Przykład Polski*, [w:] W. Małecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Vizja Press & IT, Warszawa 2007, s. 40.

Otoczenie ładu korporacyjnego jest kształtowane przez rynki kapitałowe, na których są notowane papiery wartościowe spółek, oraz przez ich uregulowania prawne dotyczące m.in.<sup>2</sup>:

- formy prawnej funkcjonowania;
- emisji i sprzedaży papierów wartościowych;
- standardów księgowości i dokonywania audytu;
- praw akcjonariuszy, np. ustanawiania pełnomocnictwa;
- reguł wykonywania prawa głosu;
- obowiązków organów spółek;
- postępowania w przypadku fuzji lub przejęć.

Zasady ładu korporacyjnego są dodatkowo określone przez siłę oddziaływania władz państwowych, warunki konkurencji na rynku, oczekiwania społeczeństwa wobec spółki oraz zrozumienie praw akcjonariuszy przez nich samych.

Ład korporacyjny można ująć w dwóch wymiarach<sup>3</sup>. Pierwszy – na poziomie kraju – określa prawa inwestorów i zakres ich ochrony, jest formułowany przez instytucje państwowe. Drugi – na poziomie poszczególnych spółek – pozwala na taką organizację wewnątrz firmy, która będzie w stanie zabezpieczyć jej najbardziej efektywne funkcjonowanie (np. zabezpieczy poufność informacji i dokonywanie operacji przez osoby mające do nich dostęp). Skuteczność prawa jest uzależniona od postępowania decydentów na obu opisanych wcześniej poziomach. Istnieje również zależność odwrotna – im słabiej rozwinięty rynek finansowy, tym mniejszą wagę przykładają się do uregulowań ładu korporacyjnego. Wpływ na ocenę bezpieczeństwa inwestycji ma również sposób postrzegania danej gospodarki, w tym problem korupcji. Z przeprowadzonych badań<sup>4</sup> (dotyczących wartości kapitału na rynkach 35 krajów w latach 1988-1998) wynika, że w krajach, w których korupcja jest rzadko spotykanym zjawiskiem, inwestorzy oczekują, iż z zainwestowanego dolara otrzymają co najmniej 0,91 USD zwrotu. Tam natomiast, gdzie korupcja jest zjawiskiem powszechnym i znanym, granica ta spada do 0,33 USD. Innym przykładem znaczenia ładu korporacyjnego jest wysokość wypłacanej dywidendy. Z reguły są one wyższe w krajach, gdzie zasady prawa nie są przestrzegane, ponieważ środki zatrzymane w spółce zostałyby przeznaczone na prywatne interesy insiderów.

Zasady ładu korporacyjnego mają na celu ochronę interesów inwestorów, dlatego podkreśla się rolę państwa w ich tworzeniu i wprowadzaniu w życie. Wprowadzenie dobrych praktyk przez spółki, które działają w krajach o niskim poziomie rozwoju uregulowań prawnych ich funkcjonowania, jest utrudnione. Rozwiązaniem może być czerpanie z doświadczeń partnerów zagranicznych bądź opieranie się na zagranicznych uregulowaniach i wdrażanie ich we własny system wartości przed-

<sup>2</sup> *The Globalization of Corporate Governance*, National Association of Corporate Directors, [www.nacdonline.org](http://www.nacdonline.org) [22.12.2009].

<sup>3</sup> *Corporate Governance and Financial Globalization*, Research Summary 2005 for the National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/reporter/fall05/stulz.html> [19.12.2009].

<sup>4</sup> Tamże.

siębiorstwa. Nie ulega natomiast wątpliwości, że poziom rozwoju zasad ładu korporacyjnego i ich przestrzegania różni się między krajami. Jest to spowodowane poziomem rozwoju systemów finansowych, a w szczególności doświadczeń istnienia rynków kapitałowych.

### 3. Podmioty ładu korporacyjnego w gospodarce światowej

Istotne znaczenie ma wyodrębnienie możliwych grup nacisku, których decyzje, powodowane osobistym interesem, mogą wpływać na sposób i efektywność funkcjonowania podmiotów. Możemy wyróżnić dwie grupy, których zainteresowanie i wpływ na istnienie spółki publicznej oraz na jawność danych finansowych są silniejsze niż pozostałe (np. jej pracowników niższych szczebli czy klientów)<sup>5</sup>: właścicieli bez prawa kontroli (tzw. outsiderów) oraz właścicieli kontrolujących, menedżerów (tzw. insiderów). Różnica pomiędzy obiema grupami to przede wszystkim dostęp do poufnych danych, związanych z codzienną działalnością spółki (dane te byłyby niezwykle cenne dla potencjalnych inwestorów w momencie oceny opłacalności alternatywnych inwestycji). Inwestorzy dywersyfikują swoje portfele celem redukcji ryzyka (zgodnie z teorią portfolio) i/ lub maksymalizacji przychodu – dostęp do poufnych danych minimalizuje ryzyko dokonania inwestycji i może przyczynić się do wzrostu poziomu przychodów. Jednakże wejście w posiadanie poufnych informacji może wywoływać skutki prawnej odpowiedzialności za ich wykorzystanie (co wiąże się z zakazem nadużywania ich we własnym interesie – tzw. *insider trading*). Oczywiście jest, że łatwiejszy dostęp do nich mają osoby wewnątrz firmy, stąd również ich opór przed ograniczeniami w kwestii wykorzystania posiadanej wiedzy. Grupa outsiderów domaga się jednak równych warunków uczestnictwa w rynku.

Stosowane zasady ładu korporacyjnego mają na celu przekonać inwestorów, że ich oszczędności ulokowane w papierach wartościowych danej spółki są wykorzystywane w sposób racjonalny i bezpieczny oraz przyczyniają się do wzrostu dochodu inwestora. Krajowe jurysdykcje kładą nacisk na wprowadzanie w życie założeń ładu korporacyjnego przez spółki we wszystkich ekonomicznych relacjach poprzez tworzenie prawa chroniącego większość akcjonariuszy, ograniczającego praktyki *insider trading* czy właśnie jawność danych finansowych. Proces integracji rynków, również kapitałowych, przyczynia się do szybkiego przepływu informacji, także o regulacjach prawnych w poszczególnych krajach. Sprawdzone rozwiązania są wykorzystywane w kolejnych jurysdykcjach, co przekłada się na wzrost efektywności funkcjonowania podmiotów w gospodarce światowej – środki z rynków inwestycji są bowiem lokowane w podmiotach, które w najlepszy sposób wypełniają zasady

---

<sup>5</sup> W.F. Mabe, Jr., *Globalization and Corporate Governance: The Effect of Capital Mobility on Financial Disclosure Laws in Developed Countries*, Annual Meeting of the American Political Science Association, New York 2004.

chroniące interesy akcjonariuszy. Właściciele bez prawa kontroli spółki w jej codziennym funkcjonowaniu postulują wzrost swojej roli w procesach decyzyjnych dotyczących spółek. W ten sposób jedynie podmioty, które wypełniają zasady ładu korporacyjnego i zapewniają swoim akcjonariuszom ochronę interesów, a jednocześnie ich funkcjonowanie jest przejrzyste i zgodne z prawem, są w stanie przyciągnąć kapitał nie tylko z rynku krajowego, ale również z całego świata.

#### **4. Wpływ zasad ładu korporacyjnego na międzynarodową mobilność kapitału**

Międzynarodowa mobilność kapitału zmienia równowagę sił pomiędzy osobami spoza firmy – inwestorami giełdowymi (warto zwrócić uwagę na fakt, że w dobie globalizacji inwestorzy muszą wybierać nie tylko między rodzajami instrumentów finansowych, ale również między regionami, z których dana forma inwestycji pochodzi, a także brać pod uwagę z jaką gospodarką – krajów rozwiniętych czy rozwijających się – jest związana) i zatrudnionymi na stanowiskach decyzyjnych w spółkach. Grupa outsiderów staje się coraz silniejsza, ponieważ może podejmować decyzje suwerenne i nieograniczone warunkami geograficznymi, komunikacyjnymi czy politycznymi (dzięki liberalizacji przepływów kapitałowych). Regulacje prawne rynków kapitałowych są formułowane w taki sposób, by przyciągnąć jak największą liczbę zainteresowanych, stąd ich podążanie w kierunku podnoszenia poziomu jawności działalności finansowej spółek publicznych. Dodatkowym bodźcem, który przyczynia się do przekształcania przepisów prawa, a zwłaszcza do wprowadzania zasad ładu korporacyjnego, są oszustwa finansowe i związane z nimi skandale, dotyczące spółek o zasięgu ponadregionalnym (Enron czy Vivendi).

Globalizacja jest procesem, który umożliwia poruszanie się w świecie wirtualnym i rzeczywistym, ponieważ znosi bariery przepływu towarów, usług czy kapitałów. Staje się również środowiskiem konkurencji międzynarodowej, dzięki czemu konsumenci mają dostęp do coraz szerszej gamy dóbr i możliwości inwestycyjnych. Mimo braku barier w przepływie kapitałów wciąż istnieje różnica między poziomem napływu inwestycji do krajów o gospodarkach rozwiniętych i wschodzących. „W ostatnich latach kapitał płynął do Stanów Zjednoczonych w dużo większej ilości niż do krajów *emerging markets*”<sup>6</sup>. Rodzą się pewne wątpliwości, dlaczego mimo braku przeszkód formalnych kapitał nie płynie tam, gdzie stopa zwrotu z inwestycji jest największa. Odpowiedzą może być stwierdzenie, że to właśnie niedostatki w funkcjonowaniu zasad ładu korporacyjnego w spółkach utrudniają im dostęp do kapitału, a co za tym idzie – do dokonywania inwestycji. Spółki, które nie stosują się do nich, są niżej wyceniane na rynku i nie przyciągają inwestorów spoza rynku macierzystego (tak jak te podmioty, które za jedno z podstawowych zadań postawiły

<sup>6</sup> *Corporate Governance and Financial Globalization*, Research Summary 2005 for the National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/reporter/fall05/stulz.html> [19.12.2009].

sobie stworzenie platformy porozumienia z inwestorami w postaci sekcji relacji inwestorskich<sup>7</sup>). Z drugiej strony kapitał, który napływa do krajów, gdzie uregulowanie zasad ładu korporacyjnego pozostawia wiele do życzenia, może zostać wykorzystany niewłaściwie, a kontrolę uniemożliwia brak odpowiednich regulacji prawnych.

W Stanach Zjednoczonych, gdzie rynek kapitałowy jest najbardziej rozwinięty, własność korporacji jest rozproszona (w przeciwieństwie do rynków krajów słabiej rozwiniętych, gdzie własność firm często pozostaje w rękach jednej osoby lub grupy). Takie zjawisko wpływa również na możliwość wprowadzenia zasad ładu korporacyjnego, ponieważ w krajach o wysokim poziomie korupcji władze spółek będą przeciwnie oddawaniu decyzji w ręce inwestorów z zewnątrz.

Rynki kapitałowe możemy uznać za słabo rozwinięte, gdy ochrona ich uczestników budzi wątpliwości. Procesy globalizacji pozwalają inwestorom szukać rynków, gdzie ich interesy będą traktowane z należytą uwagą. Jednocześnie w krajach, w których rynki kapitałowe są słabiej rozwinięte, inwestorzy zagraniczni mają utrudnione zadanie wejścia na rynek, gdyż pakiety większościowe akcji często są w posiadaniu osób zarządzających spółkami, stąd również limity posiadania akcji przez zagranicznych inwestorów (lub akcje przeznaczone specjalnie dla nich, np. „na rynku akcji w Chinach występują trzy rodzaje akcji: A – wyłącznie dla Chińczyków, B i H – akcje dla inwestorów zagranicznych”<sup>8</sup>). W przypadku braku limitów oraz odpowiednich uregulowań prawnych (czyli na rozwiniętym rynku kapitałowym) firma może rozstać się praktycznie bez ograniczeń dzięki dostępności papierów wartościowych dla wszystkich inwestorów.

Korporacje transnarodowe są głównymi graczami w międzynarodowych rentownych operacjach giełdowych. Międzynarodowa integracja rynków finansowych przyczynia się do unifikacji stosowanych w nich zasad ładu korporacyjnego, które regulują zachowanie korporacji, akcjonariuszy i kierowników, a także wpływają na decyzje organów ustawodawczych.

## 5. Międzynarodowe regulacje prawne ładu korporacyjnego

Najwyższą instancją dla kształtowania zasad ładu korporacyjnego są międzynarodowe organizacje gospodarcze. Szczególne znaczenie mają wytyczne opracowane przez OECD, zarówno dla krajów członkowskich, jak i pozostających poza organizacją. Wytyczne te, nazywane Regulami Ładu Korporacyjnego, pozostają niewiążące, ale są niejako przewodnikiem po skomplikowanych kwestiach prawnych i moż-

---

<sup>7</sup> R.B. Higgins, *Best Practices in Global Investor Relations. The Creation of Shareholder Value*, Quorum Books, Westport 2000, s. 21.

<sup>8</sup> M. Rosińska, *Inwestycje portfelowe a rozwój i komercjalizacja systemu finansowego w Chinach*, [w:] B. Drelich-Skulska (red.), *Ekonomia i Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze. Studia azjatyckie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 28, Wydawnictwo UE, Wrocław 2008, s. 208.

liwościach ich implementacji. Organizacja umożliwia jednocześnie wymianę poglądów i doświadczeń na forum wszystkich podmiotów światowej gospodarki, tak aby można było na bieżąco monitorować trendy w wyznaczaniu standardów ładu korporacyjnego (również w spółkach będących korporacjami transnarodowymi ich „zachowania” wobec akcjonariuszy z całego świata i społeczeństw są regulowane poprzez ład korporacyjny). Dzięki Regulom możliwe jest dostosowywanie krajowych regulacji do zwyczajów międzynarodowych, co umożliwi spółkom uzyskanie przychylności inwestorów w innym kraju. Stanowią one pewną bazę – zbiór uwag, które umożliwiają rozwój giełdom kapitałowym, inwestorom, korporacjom oraz innym podmiotom obecnym na rynku. Są bowiem przeznaczone dla spółek publicznych, finansowych i niefinansowych, ale mogą być również wykorzystywane przez przedsiębiorstwa prywatne jako wzorzec właściwych procedur zarządzania. Razem z innymi opracowaniami OECD dla podmiotów rynkowych i ustawodawców, a także innych organizacji międzynarodowych (np. Guidelines for Multinational Enterprises czy Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Transactions) są narzędziem, dzięki któremu rozwój rynków kapitałowych może się odbywać w sposób płynny i szybki. Ogólne Reguły Ładu Korporacyjnego (*The OECD Principles of Corporate Governance*) dotyczą zasad ładu korporacyjnego, które powinny<sup>9</sup>:

1) zapewniać przejrzystość i efektywność rynków, być spójne z przyjętym systemem prawnym oraz dokładnie określać podział odpowiedzialności wśród osób zarządzających daną spółką;

2) chronić oraz umożliwiać wykonywanie praw akcjonariuszy;

3) zapewniać równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy, łącznie z akcjonariuszami mniejszościowymi i zagranicznymi; wszyscy akcjonariusze powinni mieć możliwość uzyskania zadośćuczynienia za naruszenie ich praw;

4) rozpoznawać prawa akcjonariuszy, nadane im przez prawo, a także poprzez kompromisy i drogą negocjacji umożliwiać powstanie kooperacji między korporacją a jej akcjonariuszami, dzięki czemu osiągnięty zostanie dobrobyt i rozwój całego przedsiębiorstwa;

5) zapewniać warunki poufności danych, dotyczących spółki w odpowiednim czasie, w tym: dane finansowe, własnościowe, dotyczące jej funkcjonowania i zarządzania;

6) wskazywać strategiczne wartości spółki, drogę osiągnięcia efektywnej kontroli jej organów oraz zakres ich odpowiedzialności wobec spółki i jej akcjonariuszy.

Aby ujednoczyć wspomniane zasady, w 2002 roku został założony Europejski Korporacyjny Instytut Kierowania (ECGI)<sup>10</sup>. Jego powstanie zostało niejako wywołane, by ulepszyć zasady ładu korporacyjnego i ich stosowanie przez wspieranie

<sup>9</sup> *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publications Service, 2004, s. 17-24.

<sup>10</sup> <http://www.ecgi.org/wp/index.php>, European Corporate Governance Institute website [21.12.2009].

niezależnych badań naukowych i odpowiedzialnego działania (opierając się na stanowiskach akcjonariuszy, a także finansowych i publicznych decydentów). Dzięki temu ECGI bierze udział w formułowaniu polityki i rozwoju najlepszych zasad ładu korporacyjnej praktyki kierowania, opartej na bezstronnej i obiektywnej analizie zbiorowej wiedzy specjalistycznej.

## 6. Regulacje prawne ładu korporacyjnego w wybranych krajach

Największe znaczenie dla międzynarodowego rynku kapitałowego ma wpływ instytucji i regulacji, mających swoje źródło w Stanach Zjednoczonych lub Wielkiej Brytanii. Na ich doświadczeniu opiera się bowiem większość rozwijających się gospodarek. Nie bez znaczenia jest również zainteresowanie rozwiniętych rynków anglosaskich kapitałem płynącym z zagranicy. Dodatkowo inwestorzy instytucjonalni mają udziały o wartości 24 trylionów USD w aktywach finansowych pięciu głównych rynków, w tym 76% wartości tych aktywów jest w posiadaniu podmiotów ze Stanów Zjednoczonych lub Wielkiej Brytanii. 25 największych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych obraca 66% zagranicznego kapitału, płynącego do tego kraju. W dodatku poziom zagranicznych inwestycji w indywidualnych portfelach (będących pod opieką wspomnianych funduszy) przynosił od 8% w 1993 r. do 18% w 2000 r.<sup>11</sup> Przytoczone dane pokazują siłę oddziaływania tych państw na międzynarodowe przepływy kapitału. Spółki oraz fundusze amerykańskie i brytyjskie muszą się wykazywać satysfakcjonującym poziomem funkcjonowania ładu korporacyjnego. Tylko takie spółki, które mają pozytywny wizerunek w społeczeństwie i na rynku oraz są w stanie zaspokoić interesy swoich akcjonariuszy, będą mogły przyciągnąć potencjalnych inwestorów.

W Unii Europejskiej, gdzie poziom rozwoju rynków kapitałowych jest zróżnicowany, zastosowanie mają różne regulacje prawne dotyczące zasad ładu korporacyjnego. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz organizacja International Corporate Governance Network (ICGN) opracowały swoje wytyczne co do realizacji założeń powyższych zasad przez podmioty z krajów członkowskich. Każde z państw jednakże ma własne uregulowania prawne, np.<sup>12</sup>:

- Belgia – Cardon Report;
- Dania – Shareholders Association Guidelines;
- Finlandia – Ministry of Trade & Industry Guidelines;
- Francja – Vienot I and II; Lévy-Lang Report;
- Niemcy – German Panel Rules; Berlin Initiative Code;
- Grecja – Mertzanis Report;
- Irlandia – Irish Association of Investment Managers Guidelines;
- Włochy – Draghi Report, Preda Report;

<sup>11</sup> Tamże.

<sup>12</sup> Tamże.



- Holandia – Peters Code;
- Portugalia – Comissãodo Mercado de Valores Mobiliárias Recommendations;
- Hiszpania – Olivencia Report;
- Szwecja – Shareholders Association Policy;
- Wielka Brytania – Cadbury Report, Hampel Report, Greenbury Report, Combined Code.

Stany Zjednoczone, w których rynek kapitałowy jest najbardziej rozwinięty, również regulacje dotyczące ładu korporacyjnego wyznaczają najwyższy poziom rozwoju. Wskazuje na to ilość aktów prawnych i deklaracji opracowywanych zarówno przez organizacje społeczne, jak i rządowe. W Stanach Zjednoczonych ład korporacyjny jest wyznaczany między innymi przez następujące dokumenty<sup>13</sup>: American Bar Association, Section of Business Law – *Corporate Directors' Guidebook* (2001)<sup>14</sup>, American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (AFL-CIO) – *Investing in Our Future: AFL-CIO Proxy Voting Guidelines* (1997), American Law Institute (ALI) – *Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations* (1992)<sup>15</sup>, American Society of Corporate Secretaries – *Suggested Guidelines for Public Disclosure and Dealing with the Investment Community* (1997)<sup>16</sup>, Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees, *Report and Recommendations* (1999) (dzięki inicjatywie New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers).

Również poza Europą i Ameryką Północną wprowadza się coraz bardziej nowoczesne rozwiązania w kwestii ładu korporacyjnego. „Jakkolwiek poziom wiedzy rynków kapitałowych spoza Ameryki Północnej odstaje poziomem również w dziedzinie ładu korporacyjnego, to luka ta zmniejsza się w coraz szybszym tempie”<sup>17</sup>. Na szczególną uwagę zasługują kraje Azji Południowo-Wschodniej, gdzie rozwijające się rynki kapitałowe mogą czerpać z doświadczeń krajów o dojrzałych gospodarkach. Jest to również istotny region ze względu na rosnące znaczenie dla gospodarki światowej.

W Indiach, gdzie postęp w uprzemysławianiu kraju jest bardzo szybki, coraz większy nacisk kładzie się także na wprowadzenie odpowiednich uregulowań zarządzania przedsiębiorstwami. W najważniejszych instytucjach, regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego podejmuje się decyzje i ustanawia ramy prawne istnienia zasad ładu korporacyjnego w spółkach publicznych. Jedną z takich instytucji jest Securities and Exchange Board of India (SEBI) Committee on Corporate Governance (Kumar Mangalam Committee), która opracowała dokument *Draft Report on*

<sup>13</sup> Tamże.

<sup>14</sup> [abanet.org/abapubs/business.html](http://abanet.org/abapubs/business.html) [22.12.2009].

<sup>15</sup> [ali.org/index.htm](http://ali.org/index.htm) [22.12.2009].

<sup>16</sup> [www.ascs.org/ascstitles.html](http://www.ascs.org/ascstitles.html) [22.12.2009].

<sup>17</sup> B.W. Marcus, S.L. Wallace, *New Dimensions in Investor Relations. Competing for Capital in the 21st century*, John Wiley and Sons, Inc., 2004, s. 40.

*Corporate Governance* (wrzesień 1999)<sup>18</sup>. Drugim istotnym aktem prawnym, z którego mogą czerpać wytyczne organy spółek jest *Desirable Corporate Governance – A Code*, opracowanym w kwietniu 1998 r. przez Confederation of Indian Industry.

Spółki z Hongkongu, który jest uważany za regionalne centrum finansowe, również kierują się osobliwymi regulacjami, dotyczącymi poruszanego wyżej tematu. Jako była kolonia brytyjska Hongkong ma pewne naleciałości w systemie prawnym, a unowocześnianie w zakresie regulacji jest kontynuowane również po włączeniu Hongkongu do Chin. Bardzo aktywnym podmiotem jest Hong Kong Institute of Corporate Secretaries. Dokumenty, które są wiążące dla podmiotów, to: *Code of Best Practice*, opracowany przez The Stock Exchange of Hong Kong (w grudniu 1989, a następnie zmieniany w czerwcu 1996 i lutym 1999 r.)<sup>19</sup> oraz wydany przez The Stock Exchange of Hong Kong *Guide for Directors of Listed Companies*. W Chinach pierwsze regulacje, dotyczące ładu korporacyjnego pojawiły się dopiero w 2001 r. Był to dokument *Corporate Governance Code and Standards for Chinese Listed Companies*, przygotowany przez The China Securities Regulatory Commission.

Regulacje dotyczące ładu korporacyjnego w Korei Południowej, pod nazwą Korea's Commercial Code, były zmieniane w latach 1995, 1998 i 1999. Istotne znaczenie miały wydarzenia z 2000 r., kiedy grupa akcjonariuszy z organizacji People's Solidarity for Participatory Democracy (PSPD) próbowała wywrzeć nacisk na zarząd koncernu telekomunikacyjnego Dacom. W wyniku prowadzonych rozmów przyjęto regulację, że prezes zarządu nie może być dyrektorem wykonawczym, a przynajmniej połowa zarządu jest niezależna. Dodatkowo, niezależna komisja audytu powinna monitorować transakcje, dokonywane przez osoby powiązane. W maju 2001 r. zostało ogłoszone rozpoczęcie prac nad reformą regulacji prawnych, dotyczących zarządzania wielkimi korporacjami, tzw. cheabolami. Miały one obejmować wymianę poglądów między najbardziej znaczącymi osobami ze świata finansów i biznesu, tak aby przyjęte rozwiązania były jak najbliższe praktyce (miały dotyczyć przede wszystkim limitów inwestycyjnych, uczciwej konkurencji, relacji pracowniczych itp.). Podstawowym aktem prawnym w tej dziedzinie pozostaje *Code of Best Practice for Corporate Governance*, opracowany przez Committee on Corporate Governance (część Korea Stock Exchange)<sup>20</sup>.

Kolejnym krajem wartym uwagi ze względu na pojawiające się regulacje w zakresie ładu korporacyjnego jest Malezja. Od początku lat 90. XX w. w ramach tamtejszego rynku kapitałowego prowadzone są prace dotyczące tego zagadnienia. W 2000 r. powstał dokument *Report on Corporate Governance in Malaysia*, dzięki staraniom organizacji JPK Working Group 1 on Corporate Governance in Malay-

<sup>18</sup> [www.sebi.gov.in](http://www.sebi.gov.in) [27.12.2009].

<sup>19</sup> [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) [27.12.2009].

<sup>20</sup> [www.ecgn.org](http://www.ecgn.org) [27.12.2009].

sia<sup>21</sup>. Był on wzorowany na wcześniejszym *Report on Corporate Governance* High Level Finance Committee on Corporate Governance<sup>22</sup>.

Zasady ładu korporacyjnego w spółkach publicznych obowiązujące w Polsce mają charakter rekomendacji oraz przepisów prawa. Są to Dobre Praktyki Spółek Notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jest to zbiór wytycznych, stanowiący Załącznik do uchwały nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r. Wcześniejszym dokumentem, regulującym opisywane kwestie był zbiór zasad: „Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych w 2002 roku”. Opracowanie wymaganych prawem wytycznych wydaje się konieczne, gdyż akty prawne regulujące funkcjonowanie spółek (np. Kodeks spółek handlowych czy Ustawa o rachunkowości) oraz rynku kapitałowego w Polsce, nie stanowią podstaw do stawiania organom spółek wymagań stworzenia satysfakcjonujących stosunków między akcjonariuszami a organami spółki.

Jak wykazano, coraz więcej państw bierze udział w tworzeniu globalnego „systemu wartości” dla zarządzających spółkami publicznymi. Ta pozytywna tendencja powinna rozwijać się tym szybciej, im łatwiejszy dostęp do informacji będą mieli inwestorzy z całego świata.

## Literatura

- Corporate Governance and Financial Globalization*, Research Summary 2005 for the National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/reporter/fall05/stulz.html> [19.12.2009].
- Dębski W., Bujnowicz I., *Integracja i rozwój rynków kapitałowych a wzrost gospodarczy. Przykład Polski*, [w:] W. Małecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Vizja Press & IT, Warszawa 2007.
- Higgins R.B., *Best Practices in Global Investor Relations. The Creation of Shareholder Value*, Quorum Books, Westport 2000.
- Mabe W.F., Jr., *Globalization and Corporate Governance: The Effect of Capital Mobility on Financial Disclosure Laws in Developed Countries*, Annual Meeting of the American Political Science Association, New York 2004.
- Marcus B.W., Wallace S.L., *New Dimensions in Investor Relations. Competing for Capital in the 21st century*, John Wiley and Sons, Inc., 2004.
- Rosińska M., *Inwestycje portfelowe a rozwój i komercjalizacja systemu finansowego w Chinach*, [w:] B. Drelich-Skulska (red.), *Ekonomia i Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze. Studia Azjatyckie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 28, Wydawnictwo UE, Wrocław 2008.
- OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publications Service, 2004.
- The Globalization of Corporate Governance*, National Association of Corporate Directors, [www.nacdonline.org](http://www.nacdonline.org) [22.12.2009].

<sup>21</sup> [www.sc.com.my/html/publications/inhouse](http://www.sc.com.my/html/publications/inhouse) [27.12.2009].

<sup>22</sup> Tamże.

**Źródła internetowe**

abanet.org/abapubs/business.html [22.12.2009].

ali.org/index.htm [22.12.2009].

<http://www.ecgi.org/wp/index.php>, European Corporate Governance Institute website [21.12.2009].

www.ascs.org/ascstitles.html [22.12.2009].

www.ecgn.org [27.12.2009].

www.sc.com.my/html/publications/inhouse [27.12.2009].

www.sebi.gov.in [27.12.2009].

www.worldbank.org [27.12.2009].

**THE IMPLICATION OF CORPORATE GOVERNANCE  
FOR CREATING THE INTERNATIONAL CAPITAL FLOW**

**Summary:** In the day of the development of multinational enterprises the matter of the influence of the processes of globalization and integration of markets (mainly financial, but not only) on the corporate governance becomes more and more essential. The corporate governance, which recently was the underestimated phenomenon, becomes the determinant of the quality of the management public companies, also international, what influences the pricing of their shares by investors. It also gives the impact and directions of the international flows of the capital, profitable for these subjects which obey national and international adjustments. Companies have to obey regulations in the confidentiality of data, report with stockholders and the possibility of making the transaction on their valuable papers. Nowadays more and more states decide on the introduction of suitable adjustments, model on solutions received in higher developed countries and international organizations (e.g. OECD). The international financial market can develop thanks to corporate governance not only quantitative, but first of all qualitative, in the sedate and dynamic way.