

# EKONOMIA ECONOMICS

4(16) • 2011



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2011

Redaktor Wydawnictwa: *Aleksandra Śliwka*  
Redaktor techniczny: *Barbara Łopusiewicz*  
Korektor: *Justyna Mroczkowska*  
Łamanie: Comp-rajt  
Projekt okładki: *Beata Dębska*

Publikacja jest dostępna na stronie [www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl)

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych  
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>  
oraz w The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się  
na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawnictwa

© Copyright Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2011

**ISSN 2080-5977** (Ekonomia)

**ISSN 1899-3192** (Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Nakład: 200 egz.

## Spis treści

Wstęp .....	9
<b>Ewa Pancer-Cybulska:</b> Społeczna odpowiedzialność terytorium w świetle koncepcji zrównoważonego rozwoju .....	11
<b>Sebastian Bobowski:</b> Ewolucja polityki spójności Unii Europejskiej w perspektywie 2014-2020 .....	29
<b>Mirosława Klamut:</b> Nowe mechanizmy realizacji spójności terytorialnej w Krajowej Strategii Rozwoju Regionalnego do roku 2020 .....	41
<b>Grażyna Adamczyk-Łojewska:</b> Problemy konwergencji i dywergencji ekonomicznej na przykładzie krajów Unii Europejskiej, w tym Polski ....	57
<b>Urszula Markowska-Przybyła:</b> Integracja a konwergencja realna. Konwergencja regionalna w Polsce według klasycznych i alternatywnych metod badań .....	77
<b>Małgorzata Markowska, Danuta Strahl:</b> Klasyfikacja dynamiczna unijnych regionów ze względu na poziom charakterystyk innowacyjności (w zakresie INPUT) .....	97
<b>Małgorzata Markowska:</b> Klasyfikacja regionów UE ze względu na dynamikę charakterystyk innowacyjności (w zakresie INPUT) .....	119
<b>Bernadeta Baran:</b> Kierunki zmian w zakresie polityki socjalnej w krajach UE	139
<b>Leszek Cybulski:</b> Realizacja unijnej polityki zatrudnienia w Polsce .....	151
<b>Joanna Jakubowska:</b> Polsko-niemiecki rynek pracy po 1 maja 2011 r. – analiza sytuacji, skutki i prognozy .....	168
<b>Agata Chlebicka:</b> Kryzys modelu multikulturalizmu – przegląd wybranych problemów rynku pracy na przykładzie Holandii .....	180
<b>Maciej Żmuda:</b> Strategia Europa 2020 jako plan rozwoju społeczno-gospodarczego Unii Europejskiej .....	200
<b>Artur Szmaciarski:</b> Współpraca energetyczna Unii Europejskiej i Federacji Rosyjskiej na tle unijnej polityki energetycznej .....	211
<b>Alicja Lindert-Zyznarska:</b> Instrumenty finansowe wspierania rozwoju regionów w perspektywie finansowej 2014-2020 .....	226
<b>Jan Borowiec:</b> Polityka pieniężna w Polsce i w strefie euro – analiza porównawcza .....	238
<b>Jarosław Czaja:</b> Działania Rządu RP umożliwiające dostosowanie do zmienności kursów walut .....	254
<b>Agnieszka Tkaczyszyn:</b> Nowy kształt struktury instytucjonalnej nadzoru bankowego w Unii Europejskiej .....	272
<b>Alina Bartosiewicz:</b> Dokapitalizowanie instytucji finansowych w świetle przepisów o konkurencji Unii Europejskiej .....	288

<b>Waldemar Piotr Gil:</b> Międzynarodowa sprawozdawczość finansowa europejskim językiem biznesu .....	305
<b>Magdalena Broszkiewicz:</b> Proces konwergencji regulacji ładu korporacyjnego na rynkach kapitałowych krajów Unii Europejskiej .....	325
<b>Wawrzyniec Michalczyk:</b> Perspektywy przystąpienia kolejnych krajów do strefy euro .....	339
<b>Marta Wincewicz-Bosy:</b> Logistyka i eurologistyka jako elementy systemu integracji międzynarodowej w gospodarce światowej .....	353
<b>Łukasz Olipra:</b> Tanie linie lotnicze – nowa „jakość” w przewozach lotniczych w Unii Europejskiej .....	368
<b>Joanna Michalczyk:</b> Przemiany w polskim przemyśle spożywczym po akcesji do Unii Europejskiej .....	387
<b>Franciszek Kapusta:</b> Drobiarstwo mięsne w Polsce i jego powiązania z rynkiem Unii Europejskiej .....	398
<b>Zbigniew Piepiora:</b> Rola Unii Europejskiej w przeciwdziałaniu skutkom katastrof naturalnych .....	412
<b>Marcin Nowik:</b> Wpływ Traktatu Lizbońskiego na kształt współpracy rozwojowej pomiędzy Unią Europejską a krajami AKP .....	423
<b>Andrzej Raszkowski:</b> Program TACIS w państwach postsowieckich .....	436
<b>Nikita Nikiforov, Valery Nikiforov:</b> The main directions of international co-operation in the sphere of higher education .....	446
<b>Nikita Nikiforov:</b> Политические аспекты вхождения стран Балтии в Болонский процесс .....	458
<b>Magdalena Biedziak, Joanna Piotrowicz, Marta Rewera:</b> Erasmus – nowy wymiar studiowania. Realizacja Programu LLP Erasmus na wrocławskich uczelniach w latach 2002-2011 .....	471

## Summaries

<b>Ewa Pancer-Cybulska:</b> Social territorial responsibility in the light of sustainable development concept .....	28
<b>Sebastian Bobowski:</b> Evolution of EU Cohesion Policy in years 2014-2020 .....	40
<b>Mirosława Klamut:</b> New mechanisms of territorial cohesion realization in “National Strategy for Regional Development during the period 2010-2020” .....	56
<b>Grażyna Adamczyk-Łojewska:</b> Problems of economic convergence and divergence on the example of the European Union countries, including Poland .....	76

<b>Urszula Markowska-Przybyła:</b> Integration versus real convergence. Regional convergence in Poland according to classical and alternative methods of research .....	96
<b>Małgorzata Markowska, Danuta Strahl:</b> Dynamic classification of EU regions with regard to innovation characteristics level (regarding INPUT) .....	118
<b>Małgorzata Markowska:</b> Classification of EU regions by the dynamics of innovation characteristics (regarding INPUT) .....	137
<b>Bernadeta Baran:</b> Directions of changes in social policy of the European Union states .....	150
<b>Leszek Cybulski:</b> Accomplishment of the European Union's employment policy in Poland .....	167
<b>Joanna Jakubowska:</b> Polish-German labour market after May 1, 2011 – analysis of the situation, implications and forecasts .....	179
<b>Agata Chlebicka:</b> Crisis of multiculturalism – an overview of labour market's chosen problems on the example of the Netherlands .....	198
<b>Maciej Żmuda:</b> Europe 2020 strategy as a plan of socio-economic growth of the European Union .....	210
<b>Artur Szmaciarski:</b> Energy cooperation of the European Union and the Russian Federation against the background of EU energy policy .....	225
<b>Alicja Lindert-Zyznarska:</b> Financial instruments supporting regional development in the financial perspective 2014-2020 .....	237
<b>Jan Borowiec:</b> Monetary policy in the euro zone and in Poland – a comparative analysis .....	253
<b>Jarosław Czaja:</b> Actions of Polish government enabling the adjustment to volatility of exchange rates .....	271
<b>Agnieszka Tkaczyszyn:</b> New shape of institutional structure of banking supervision in the European Union .....	287
<b>Alina Bartosiewicz:</b> Recapitalisation of financial institutions in the light of the European Union competition law .....	304
<b>Waldemar Piotr Gil:</b> International financial reporting as the European business language .....	324
<b>Magdalena Broszkiewicz:</b> Convergence process of corporate governance regulations on capital markets of the European Union member states .....	337
<b>Wawrzyniec Michalczyk:</b> Perspectives of accession another countries accession to the euro zone – an overview .....	352
<b>Marta Wincewicz-Bosy:</b> Logistics and eurologistics as the elements of the system of international integration in the global economy .....	367
<b>Łukasz Olipra:</b> Low cost airlines – a new “quality” in the air transport in the European Union .....	386
<b>Joanna Michalczyk:</b> Changes in Polish food industry after the accession to the European Union .....	397

---

<b>Franciszek Kapusta:</b> Poultry meat production in Poland and its relation with the European Union market .....	411
<b>Zbigniew Piepióra:</b> The role of the European Union in counteracting the results of natural disasters .....	422
<b>Marcin Nowik:</b> The impact of the Lisbon Treaty on the EU – ACP states development cooperation .....	435
<b>Andrzej Raszkowski:</b> TACIS programme in post-Soviet countries .....	445
<b>Nikita Nikiforov, Valery Nikiforov:</b> Główne determinanty międzynarodowej współpracy w zakresie szkolnictwa wyższego .....	457
<b>Nikita Nikiforov:</b> Political aspects of joining the Bologna Process by the Baltic states .....	470
<b>Magdalena Biedziak, Joanna Piotrowicz, Marta Rewera:</b> Erasmus – new dimension of studying. Implementation of LLP Erasmus at Wrocław's universities in 2002-2011 .....	489

**Magdalena Broszkiewicz**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **PROCES KONWERCENCJI REGULACJI ŁADU KORPORACYJNEGO NA RYNKACH KAPITAŁOWYCH KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ**

---

**Streszczenie:** Zasady ładu korporacyjnego kształtują sposób ustanawiania i tworzenia hierarchii celów przedsiębiorstwa oraz metod ich realizacji, jak również monitorowania stopnia ich osiągnięcia. Cele te muszą obejmować interesy zarówno osób zatrudnionych w przedsiębiorstwach, jak i akcjonariuszy oraz całego otoczenia zewnętrznego. Konwergencja uregulowań prawnych ładu korporacyjnego w przestrzeni międzynarodowej jest bardzo trudna. Prace nad jednolitymi przepisami księgowymi i dotyczącymi kontroli są możliwe, jednak wdrożenie ich w życie i stosowanie się do reguł dobrych praktyk stwarza trudności. Wynikają one bowiem przede wszystkim z doświadczeń krajów i wypracowanych przez nie rozwiązań.

**Słowa kluczowe:** ład korporacyjny, Unia Europejska, integracja rynków kapitałowych.

### **1. Wstęp**

Zagadnienie ładu korporacyjnego stało się popularne w ostatnich latach w sferze zarówno naukowej, jak i praktyki gospodarczej. Pomimo znajomości ogólnych regulacji prawnych ładu korporacyjnego w krajach Unii Europejskiej wiele pytań rodzą dalsze perspektywy rozwoju jej rynków kapitałowych.

W niniejszym artykule zostaną przedstawione rozbieżności i podobieństwa pomiędzy filozofią i praktyką ładu korporacyjnego w Europie kontynentalnej i w krajach anglosaskich, jak również interesujące rozwiązania poszczególnych rynków. Omówiony zostanie również stan faktyczny oraz przewidywany kierunek rozwoju w tym zakresie w Unii Europejskiej.

Integracja rynków kapitałowych, decyzje w kwestii finansowania emerytur czy prywatyzacja stanowią podstawowe zagadnienia, które są jednocześnie wyzwaniem i polem do rozwoju dla regulacji prawnych. Proces globalizacji (czego przejawem jest liberalizacja przepływów kapitału, również w Unii Europejskiej) oraz niejako „wyspowy” charakter niektórych regulacji narodowych pozwala na rozszerzenie perspek-

tywy tworzenia ram prawnych funkcjonowania spółek publicznych. Dzięki procesom integracji możliwe jest stworzenie jednolitych zasad zarządzania spółkami i kodeksów dobrych praktyk ich funkcjonowania. Proces konwergencji zasad ładu korporacyjnego napotyka jednak wiele barier. O ile bowiem stworzenie przepisów księgowych i określających możliwość sprawowania kontroli nad spółkami oraz ich zarządami nie stanowi przeszkody nie do pokonania, o tyle przekonanie do stosowania jednolitych kodeksów dobrych praktyk może stanowić pewien problem. Narodowe kodeksy są bowiem efektem wieloletnich prac i stanowią wypadkową prac systemu prawnego, rynku kapitałowego i tradycji danego kraju (szczególnie wyraźne są w tym zakresie różnice pomiędzy systemem anglosaskim i niemieckim).

W celu zniesienia różnic pomiędzy postrzeganiem regulacji ładu korporacyjnego w Unii Europejskiej organizacja Europejski Instytut Ładu Korporacyjnego (European Corporate Governance Institute – ECGI) organizuje serię konferencji *European Company Law and Corporate Governance Conferences* [ECGI website]. Zostały one zapoczątkowane w Hadze 18 października 2004 r. podczas prezydencji Holandii w UE. W kolejnych latach konferencje odbywały się w kilku krajach w czasie ich prezydencji w UE. Dynamiczne i elastyczne prawo spółek oraz zasady ładu korporacyjnego są uważane w Unii Europejskiej za podstawę rozwoju nowoczesnego społeczeństwa i połączonych krajowych systemów gospodarczych. Prace nad ujednocnianiem kodeksów prawnych są również gwarancją bezpieczeństwa dla inwestorów. Skutkiem takich działań jest budowa europejskiego rynku kapitałowego, który swoim funkcjonowaniem będzie przynosił korzyści aktualnym i przyszłym członkom Unii Europejskiej.

## **2. Ład korporacyjny – pojęcie i efekty funkcjonowania w gospodarce**

Zagadnienie ładu korporacyjnego funkcjonuje w dziedzinie ekonomii i prawa od ok. 25 lat. Ład korporacyjny (*corporate governance*) staje się bowiem coraz bardziej istotną kwestią w codziennym funkcjonowaniu spółek publicznych na rynkach kapitałowych. Zasady *corporate governance* regulują sposób organizacji procesów obiegu informacji wewnątrz spółek, nadzoru oraz kontroli wewnętrznej. Są również podstawą układania wzajemnych stosunków pomiędzy podmiotami gospodarczymi a ich otoczeniem rynkowym i społecznym, w tym przede wszystkim z akcjonariuszami. Zasady ładu korporacyjnego mają na celu poprawę przejrzystości funkcjonowania przedsiębiorstw, wzmocnienie respektowania praw akcjonariuszy oraz poprawę systemu komunikacji pomiędzy spółkami a interesariuszami.

Ład korporacyjny ma znaczenie również dla kształtowania relacji odpowiedzialności. Spółki, które legitymują się nie tylko silną pozycją gospodarczą, ale również poprawnymi relacjami z akcjonariuszami, stanowią siłę branż i rynków kapitałowych oraz są bodźcem do działania dla innych podmiotów. Dodatkowo,



właściwa struktura kierowania ma podstawowe znaczenie dla wzmacniania postępu gospodarki, by zapobiegać tworzeniu struktur i zachowań niezgodnych z prawem (np. poprzez niewłaściwy system wynagradzania członków zarządu).

Rosnącemu zainteresowaniu zagadnieniem ładu korporacyjnego towarzyszy dostrzeganie różnic pomiędzy instytucjami w różnych systemach państwowych. Modele teoretyczne zostały bowiem wzbogacone o badania empiryczne, szczególnie z krajów o cechach anglosaskich ładu korporacyjnego (USA, Wielka Brytania, Kanada) oraz niemieckich (Niemcy, Holandia). Coraz częściej pojawiają się również analizy zachowań podmiotów nie tylko z Europy kontynentalnej, ale również z krajów azjatyckich. Podstawową cechą różnicującą uregulowania ładu korporacyjnego na przestrzeni krajów są sposoby monitorowania prac zarządów i przedstawiania bieżącej sytuacji spółek jej akcjonariuszom.

Wdrożone zasady ładu korporacyjnego kształtują sposób ustalania celów przedsiębiorstwa oraz metod ich realizacji, jak również monitorowania stopnia ich osiągnięcia. Problem z przyjęciem określonych zasad wynika z konfliktu interesów grup zainteresowanych spółką: akcjonariusze oczekują wzrostu cen akcji i zysków w wymiarze krótkoterminowym, a co za tym idzie – preferują wysoki poziom ryzyka. Osoby zarządzające chcą zaś osiągnąć wzrost długoterminowy (przy założeniu, że unikają oni postawy oportunistycznej, wtedy istotną rolę odgrywa dla nich stabilność zatrudnienia) i stabilność firmy. Pogodzenie tych sprzecznych interesów jest zadaniem regulacji ładu korporacyjnego, które mogą zapewnić harmonijny rozwój firmie i kompromis dla jej interesariuszy.

### 3. Uregulowania ładu korporacyjnego w Unii Europejskiej

Unia Europejska wprowadziła wiele dyrektyw mających na celu ujednoczenie prawa z zakresu ładu korporacyjnego. Efektem jest umożliwienie inwestorom odnalezienia najlepszych rynków i spółek w celu dokonania inwestycji, co jest łatwiejsze w sytuacji znajomości jednolitych uregulowań prawnych.

Unia Europejska wprowadziła następujące dyrektywy w ramach uregulowań ładu korporacyjnego na rynkach kapitałowych krajów członkowskich [Polskie Forum Corporate Governance website]:

- Dyrektywę w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych (2006).
- Dyrektywę w sprawie przeciwdziałania korzystaniu z systemu finansowego w celu prania pieniędzy oraz finansowania terroryzmu (2005).
- Dyrektywę w sprawie transgranicznego łączenia się spółek kapitałowych (2005).
- Dyrektywę w sprawie przejrzystości informacji o emitentach (2004).
- Dyrektywę w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (2004).

- Dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (2004).
- Dyrektywę w sprawie ofert przejęcia (2004).
- Dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego (2003).
- Dyrektywę w sprawie wymagań dotyczących jawności w odniesieniu do niektórych typów spółek (2003).
- Dyrektywę w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (2003).
- Dyrektywę w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego (2002).
- Dyrektywę dotyczącą sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość (2002).
- Dyrektywę w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (2002).
- Dyrektywę w sprawie reorganizacji i likwidacji zakładów ubezpieczeń (2002).
- Dyrektywę w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznych notowań giełdowych oraz zakresu informacji dotyczących papierów wartościowych podlegających obowiązkowi publikacji (2001).
- Dyrektywę w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych (2001).
- Dyrektywę w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością (2000).
- Dyrektywę o handlu elektronicznym (2000).
- Plan działania w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan) (1999).
- Dyrektywę w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (1985).

Prawidłowo skonstruowane prawo spółek oraz dostosowane do potrzeb rynku zasady ładu korporacyjnego w całej Unii Europejskiej pozwalają na poprawę efektywności i konkurencyjności przedsiębiorstw. Dobrze zarządzane firmy, z prawidłowo skonstruowanymi kodeksami dobrych praktyk oraz pozytywnym wizerunkiem w społeczności lokalnej i międzynarodowej, są nie tylko dostawcami dóbr i usług, ale stanowią również źródło atrakcyjności inwestycyjnej całego rynku kapitałowego. Inwestycje w ich rozwój przekładają się następnie na tworzenie miejsc pracy i przyczyniają się do osiągnięcia długotrwałego zrównoważonego rozwoju. Odpowiednie zalecenia prawne w celu osiągnięcia takiego stanu zostały sformułowane przez Komisję Europejską w Zielonej księdze z 2010 r., której zawartość zostanie omówiona w dalszej części artykułu.

Nowoczesne uregulowanie prawne, jednolite w całej Unii Europejskiej, prowadzi nie tylko do przyspieszenia procesu konwergencji, ale mają również na celu

wzmocnienie praw akcjonariuszy. W szerszym kontekście przyczyni się to do odbudowania zaufania inwestorów w dobie poważnych problemów (a nawet skandali, np. Parmalat, Vivendi Universal, Royal Ahold, Skandia Insurance czy Adecco) w zarządzaniu spółkami, notowanymi na europejskich giełdach.

#### **4. Ład korporacyjny w instytucjach finansowych Unii Europejskiej – Zielona księga**

Wraz z kryzysem finansowym na światowych rynkach w 2008 r. również w Unii Europejskiej pojawił się niepokój o aktualny i przyszły stan finansów, a więc i całej gospodarki ugrupowania i jego członków. Podstawową niewiadomą stała się „faktyczna odporność instytucji finansowych oraz charakter ich systemów regulacyjnych i nadzorczych” [*Zielona Księga...* 2010, s. 2] w zaistniałej sytuacji oraz możliwość ich dalszego rozwoju. Pomimo zaangażowania funduszy publicznych w ratowanie bieżącego stanu gospodarki konieczne stało się wyciągnięcie wniosków, tak by można było uniknąć jej powtórzenia w przyszłości.

W reakcji na zdarzenia Komisja Europejska postanowiła zbadać warunki funkcjonowania zasad ładu korporacyjnego w europejskich instytucjach finansowych oraz w razie potrzeby opracować zalecenia w celu uniknięcia nieprawidłowości, a co za tym idzie – zagrożenia dla funkcjonowania gospodarki. Komisja Europejska zdaje sobie bowiem sprawę z istotności wdrażania właściwych regulacji ładu korporacyjnego w spółkach publicznych, a zwłaszcza w tak istotnym sektorze, jakim są instytucje finansowe (szczególnie banki). Umożliwiają one bowiem właściwy sposób zarządzania i kontrolowania władz spółek, a co za tym idzie – kompetentną ocenę ryzyka ich funkcjonowania.

Problem ryzyka (jego rozmiary i charakter) jest często źle rozumiany przez zarządy instytucji finansowych. Brak skutecznych mechanizmów kontroli osób zatrudnionych w spółkach publicznych i egzekwowania wywiązywania się przez nie z obowiązków jest w zasadzie efektem niedostatecznych regulacji w zakresie *corporate governance* w krajach Unii Europejskiej lub niemożności wprowadzania ich w życie (na czym cierpią w pierwszej kolejności właściciele – akcjonariusze, a następnie cała gospodarka kraju/ugrupowania).

Ład korporacyjny w sektorze usług finansowych powinien łączyć w sobie dbałość zarówno o interesy dawców kapitału, jak i o stabilność całego systemu. Pokuś nadużycia zaufania i środków istnieje w podmiotach zarówno publicznych, jak i prywatnych, dlatego tak istotna jest rola zarządu w kształtowaniu filozofii spółek i ich bieżącego funkcjonowania.

Proponowana przez Komisję Europejską Zielona księga ma na celu uzupełnienie przepisów prawa, tak aby możliwe było wzmocnienie sektora finansowego, szczególnie w dobie globalizacji i kryzysu (w tym samym celu wdrażane są kolejne reformy: europejskiego systemu nadzoru, wymogów kapitałowych, wypłacalności

zakładów ubezpieczeniowych). Udoskonalanie zasad ładu korporacyjnego jest zaleceniem nie tylko dla wielkich przedsiębiorstw, ale jest też przykładem dla mniejszych (np. dla bankowości detalicznej). Realizowany program jest jednocześnie realizacją postulatów grupy G-20, by „wzmocnić zarządzanie ryzykiem i systemami premii w instytucjach finansowych” [*Zielona Księga...* 2010, s. 4].

W przypadku sektora finansowego uchybienia w stosowaniu reguł uczciwości i przejrzystości mogą skutkować nawet bankrutem instytucji (podczas gdy to właśnie one powinny stanowić przykład funkcjonowania dla spółek z innych branż), co z kolei niesie za sobą negatywne konsekwencje dla powiązanych z nią podmiotów. W ciągu kolejnych zdarzeń może dojść do limitowania akcji kredytowej i zahamowania wzrostu gospodarczego państw (które ratują system finansowy dotacjami z puli publicznej – efektem jest obciążenie podatnika kosztami złego funkcjonowania systemu nadzoru instytucji finansowych) lub regionów.

Nad instytucjami finansowymi pieczę stanowi nadzór, ze względu na doniosłą rolę w gospodarce i skomplikowany zestaw interesów, niekiedy sprzecznych, pomiędzy akcjonariuszami, dysponentami kapitałów i kierownictwem. W tym celu wprowadza się w życie regulacje prawne i zalecenia organizacji międzynarodowych (np. OECD, Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego). Jednak pomimo istnienia szczegółowych zasad sprawowania kontroli nad instytucjami finansowymi nie udało się uniknąć przykrych konsekwencji nadmiernego ryzyka przy dokonywaniu operacji finansowych.

Podstawowym zadaniem, jakie postawiła sobie Komisja Europejska przed wytyczeniem nowych standardów ładu korporacyjnego, było określenie jego faktycznego stanu i sposobów realizacji założeń przez instytucje finansowe. Przy założeniu, że podstawowym zadaniem nowoczesnych dobrych praktyk w zarządzaniu spółką publiczną jest wzmocnienie roli głównych interesariuszy (zarządu, akcjonariuszy), ocena ich kondycji pozostawia wiele do życzenia.

Jak już wspomniano, funkcjonowanie każdego przedsiębiorstwa wiąże się z konfliktem interesów. W przypadku instytucji finansowych konsekwencje jego istnienia mogą być bardzo dotkliwe dla całej gospodarki, dlatego tak ważne jest uregulowanie kwestii związanych z przejrzystością funkcjonowania spółek. W tym celu została opracowana i w 2004 r. weszła w życie dyrektywa Komisji Europejskiej w sprawie rynków instrumentów finansowych. Nie reguluje ona jednak wszystkich kwestii związanych z asymetrią informacyjną, szczególnie w zakresie informacji tzw. miękkich (np. metod niewerbalnego karania bądź nagradzania menedżerów, przyzwalania na negatywne praktyki) oraz wynikających z coraz większej różnorodności instrumentów finansowych.

W sytuacji kryzysu gospodarczego zasady ładu korporacyjnego okazały się zbyt mało szczegółowe w stosunku do potrzeb rynku. Problematyczna okazała się również kwestia podziału kompetencji pomiędzy zarządem a organem nadzorczym w instytucji finansowej. Takie problemy wynikają z pewnością z praktyk stosowa-

nych przez organizacje międzynarodowe – stosowanie zaleceń, porad w zakresie ładu korporacyjnego, bez mocy zobowiązującej oraz sankcji.

Funkcjonowanie zarządów spółek jest jedną z pierwszych kwestii, których uregulowanie mogłoby przyczynić się do poprawy sytuacji spółek publicznych. W dobie kryzysu na rynkach finansowych nie spełniły one swojej funkcji jako organy decydujące i prowadzące bieżącą, ale również długofalową działalność przedsiębiorstwa. Problemy te wynikają z niedostatecznego zainteresowania sytuacją spółki (rozwiązaniem mogłoby się stać ograniczenie liczby zarządów, w których może zasiadać jedna osoba), złego rozłożenia zadań między członków zarządu, małego zróżnicowania jego składu (pod względem zarówno płci, jak i kompetencji – co jest podstawą jakości prowadzonych prac) oraz niewielkich w stosunku do potrzeb umiejętności w zakresie oceny ryzyka. Pomocne mogłoby się okazać wdrożenie systemu zewnętrznej oceny prac zarządów, podawane do wiadomości nie tylko rad nadzorczych, ale również samych akcjonariuszy.

W kwestii zarządzania ryzykiem podstawowym problemem jest sprawowanie kontroli nad kompetencjami osób podejmujących kluczowe decyzje, od tego bowiem zależy istnienie i przyszłość instytucji. Niezrozumienie ryzyka i mechanizmów kształtujących jego poziom, brak autorytetu komórek decydujących o rozmiarze ryzyka (tu rozwiązaniem może być podniesienie rangi dyrektorów ds. ryzyka w hierarchii spółki), co wynika z niedostatków wiedzy o wszystkich jego rodzajach i wymiarach, niezdecydowanie w zakresie połączenia rzeczywistej sytuacji ze zmianą stanowiska w stosunku do określonego wcześniej poziomu ryzyka – to podstawowe problemy, wynikające z niedostatków z zakresu ładu korporacyjnego w spółkach publicznych. Część z nich jest wywołana szumem informacyjnym i barierami przekazywania koniecznych wiadomości z rynku „ku górze” (pomocne mogłoby się okazać wdrożenie nowoczesnych systemów informatycznych, służących komunikacji między osobami odpowiedzialnymi za określanie poziomu ryzyka).

Akcjonariusze są grupą, która konstytuuje potrzebę istnienia spółek publicznych. Od popytu na akcje zależy bowiem nie tylko istnienie, ale również rozwój przedsiębiorstw (dzięki kapitałowi na inwestycje, pochodzącemu z rynków kapitałowych). Tymczasem okazuje się, że w Unii Europejskiej zaufanie właścicieli kapitału do osób nim zarządzających jest niewielkie. Zbyt wysokie wynagrodzenie kierownictwa (spowodowane wysokim poziomem podejmowanego ryzyka, które jest wymagane przez akcjonariuszy) powoduje konflikt interesów. Z tego powodu Komisja Europejska zajmuje się również kwestią nadmiernie wysokich wynagrodzeń zarządów: opracowany został projekt zasad Rady Stabilności Finansowej w zakresie polityki wynagrodzeń [*Zielona Księga...* 2010, s. 10]. Komisja zaleca zmianę w sposobie łączenia wynagrodzeń kierownictwa – powiązanie powinno istnieć z długoterminowym zyskiem przedsiębiorstwa, a nie z jego sytuacją w krótkim czasie. Stosowanie teorii portfolio, czyli różnicowania posiadanych aktywów ze względu na unikanie ryzyka lub maksymalizację zysków, nie skłania inwestorów do utoż-

samiania się z konkretną spółką – jej los jest więc dla nich obojętny, ponieważ w każdej chwili mogą sprzedać akcje. Przyczyną takiego zjawiska jest również poczucie niedostatecznej kontroli i niewielkiego wpływu na rzeczywiste losy przedsiębiorstwa oraz zbyt niski poziom wiedzy akcjonariuszy na temat prawa, szczególnie w dobie globalizacji rynków finansowych. Rozwiązaniem takiego stanu rzeczy może się okazać postulowane przez Komisję zakładanie forum dyskusyjnego pomiędzy akcjonariuszami a kierownictwem spółek.

Organy nadzorcze w spółkach publicznych mają ograniczone możliwości działania. Nawet w sytuacji, kiedy istnieją dostateczne instrumenty kontroli działań zarządu, nie zawsze są one w pełni wykorzystywane. Często wynika to z niedostatków wiedzy o zasadach ładu korporacyjnego, które dają nadzorującym szersze uprawnienia, ale również stawiają wymagania kompetencyjne (konieczny byłby tutaj pewien „test”, określający dopasowanie wiedzy danej osoby do potrzeb konkretnej spółki). Lepszym rozwiązaniem może być wdrożenie systemu bliższej współpracy pomiędzy radą nadzorczą a zarządem, jak również z audytorami. Inny problem dotyczy właśnie środowiska audytorów – dysponują oni potrzebną wiedzą, ale istnieje ryzyko zatajenia przez nich informacji. Audytorzy dokonują kontroli sprawozdań finansowych i informują rynek o ich rzetelności, jednak są opłacani przez same spółki. Ta sytuacja również wymaga szczegółowego uregulowania w zasadach ładu korporacyjnego.

Komisja Europejska przeanalizowała stan faktyczny oraz możliwości poprawy funkcjonowania spółek publicznych przez zalecenia w kwestiach zarządu, analizy ryzyka, wzmocnienia roli organów nadzorczych i uregulowania działania audytorów, jak również podniesienie poziomu respektowania praw akcjonariuszy. Zmiany te wymagają wysiłku i czasu ze strony organów decyzyjnych poszczególnych rynków finansowych, jednak proces konwergencji oraz udoskonalania regulacji ładu korporacyjnego przyczyni się nie tylko do wzrostu efektywności podmiotów i całego systemu finansowego, ale również do bliższej integracji całych systemów gospodarczych.

## **5. Różnice w rozwiązaniach instytucjonalnych pomiędzy Europą kontynentalną a systemem anglosaskim**

Rozwiązania instytucjonalne ładu korporacyjnego różnią się pomiędzy krajami i ich rynkami kapitałowymi, jednak zawsze mają na celu ochronę akcjonariuszy przed osobami wewnątrz firm – zarządzającymi (którzy mogą wykorzystać asymetrię informacji i zatajać prawdziwą kondycję spółek, tzw. *insider trading*), oraz ochronę właścicieli mniejszościowych przed większościami.

Poziom ochrony interesów nie zależy tylko od uregulowań prawnych w zakresie ładu korporacyjnego. Wynika on przede wszystkim z systemu ochrony interesów ogólnych obywateli danego państwa. Uregulowanie praw własności w sposób

satysfakcjonujący ich posiadaczy chroni obywateli przed wykorzystaniem jej w sposób niezgodny z prawem. Z tego powodu uważa się, że system *common law* (czyli system krajów anglosaskich) jest lepszy od kodeksów prawa cywilnego czy handlowego (Europa kontynentalna) [Mueller 2005, s. 17]. Pełniejsza ochrona praw jednostki zachęca do zakładania własnej działalności gospodarczej, nawiązywania nowych kontaktów i kontraktów, dokonywania inwestycji, a co za tym idzie – do większego wzrostu całej gospodarki.

Model anglosaski ładu korporacyjnego charakteryzuje się specyficznym podejściem do postrzegania spółek jako środka koniecznego do osiągnięcia celów akcjonariuszy (ich istnienie nie jest celem samym w sobie, jak to jest w przypadku rynków z Europy kontynentalnej). Działania spółek, skierowane ku respektowaniu interesów akcjonariuszy, są znaczące (co jest jeszcze potęgowane przez fakt, iż rynki kapitałowe w gospodarce krajów anglosaskich odgrywają istotną rolę). Koncentracja własności jest niska – dominują akcjonariusze rozproszeni, przy zachowaniu najczęściej jednopoziomowego kierownictwa, co z kolei ułatwia sprawowanie nadzoru i wynagradzanie menedżerów [Jeżak 2010, s. 164].

Różnice w strukturze własnościowej spółek oraz budowie i funkcjonowaniu rynków kapitałowych pojawiają się pomiędzy krajami Europy a np. Stanami Zjednoczonymi, wynikają również ze szczegółowych regulacji prawnych. Prawo europejskie jest mniej zaawansowane, jeżeli chodzi np. o prawo kontraktowe czy prawo rynków kapitałowych. Problem w tej sytuacji wydaje się wynikać z systemu politycznego państw. W ustrojach demokratycznych takich krajów, jak np. Niemcy czy Francja, własność prywatna jest szanowana, ale rząd odgrywa znaczną rolę w gospodarce. Decyzje polityczne faworyzują interesy pracodawców (menedżerów) ponad interesami akcjonariuszy. Nacisk jest położony na niskie ryzyko działalności, stąd niewielkie zmiany organizacyjne w istnieniu firm. Niewielką wagę przywiązuje się do bodźców, które skłaniają menedżerów do pracy na korzyść ofiarodawców kapitału, akcjonariuszy (np. wynagrodzenia motywacyjne, jasne prawo przejęć i przejrzysty system księgowości). Z tego wynikają wysokie koszty agencji, spowodowane asymetrią informacji pomiędzy osobami właścicielami firm i ich zarządami (maksymalizacja korzyści dla inwestorów nie jest podstawą wynagrodzenia ani oceny pracy menedżerów). To prowadzi do powiększania luki pomiędzy osobami zarządzającymi a ich rozproszonymi mocodawcami. Zalecenia Komisji Europejskiej w sprawie zmiany polityki kształtowania wynagrodzeń zostały w większości wdrożone jedynie w 10 krajach członkowskich, jednak nawet tam nie obejmowały one całego systemu finansowego [Zielona Księga... 2010, s. 11]. Dalszą konsekwencją takiego stanu jest częsta w Europie własność rodzinna spółek lub łączenie się akcjonariuszy w stowarzyszenia (w Polsce np. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych) w celu ochrony przed oportunistycznym menedżerem.

W krajach europejskich na duże spółki publiczne wywierany jest nacisk na maksymalizację zysku. Efektem tego są duże nakłady na inwestycje, a co za tym

idzie – w zyskach niewielki udział mają środki przeznaczone na dywidendy dla inwestorów (zob. tab. 1). Taka polityka jest korzystna dla wynagrodzeń menedżerów, osób poszukujących pewnego zatrudnienia oraz poszukujących głosów wyborczych polityków. To negatywne nastawienie w stosunku do akcjonariuszy nie przysparza rynkom kapitałowym aktywnych uczestników, co sprawia, że są one mniej atrakcyjne niż np. rynek Stanów Zjednoczonych.

**Tabela 1.** Różnice pomiędzy rynkami kapitałowymi poszczególnych krajów w średnim poziomie wypłacanej dywidendy (dane na rok 2005)

Grupa krajów	Anglosaskie					
Kraj	Australia	Kanada	Wielka Brytania	Irlandia	Nowa Zelandia	USA
Poziom dywidendy % sprzedaży	0,048	0,027	0,035	0,017	0,04	0,026
Średnia	<b>0,032</b>					
Grupa krajów	Skandynawskie					
Kraj	Dania	Finlandia	Norwegia	Szwecja		
Poziom dywidendy % sprzedaży	0,014	0,015	0,018	0,019		
Średnia	<b>0,017</b>					
Grupa krajów	„niemieckie”					
Kraj	Austria	Niemcy		Szwajcaria		
Poziom dywidendy % sprzedaży	0,031	0,015		0,022		
Średnia	<b>0,023</b>					
Grupa krajów	„francuskie”					
Kraj	Belgia	Francja	Włochy	Luksemburg	Holandia	Hiszpania
Poziom dywidendy % sprzedaży	0,026	0,02	0,014	0,01	0,034	0,035
Średnia	<b>0,021</b>					

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Mueller 2005, s. 4].

Siła gospodarki danego państwa zależy również od stopnia jego otwartości na impulsy zewnętrzne. Przez procesy globalizacji przedsiębiorstwa muszą konkurować nie tylko na rynkach globalnych, ale również na rynkach międzynarodowych, przede wszystkim o kapitał. Poziom konkurencji międzynarodowej wzrasta od kilku dekad, stąd wynikają jeszcze pewne słabości regulacji ładu korporacyjnego jako wyznacznika zachowań spółek na rynkach ponadpaństwowych. W zaistniałej sytuacji możliwym do zastosowania wyjściem dla krajów o słabiej rozwiniętym rynku kapitałowym jest korzystanie ze wzorców płynących od wyżej rozwiniętych pod tym względem państw. Takie zachowanie decydentów mogłoby doprowadzić do pełnej konwergencji zasad ładu korporacyjnego na rynkach światowych.

## 6. Proces konwergencji uregulowań ładu korporacyjnego

Regulacje prawne rynków kapitałowych mają za zadanie chronić interesy inwestorów, a co za tym idzie – przyciągnąć jak największą ich liczbę na konkretny rynek



kapitałowy. Ochrona akcjonariuszy przed nieuczciwym zachowaniem osób zarządzających spółkami leży w interesie nie tylko samych przedsiębiorstw, ale również całego rynku finansowego, do którego inwestorzy prywatni lub instytucjonalni mogą stracić zaufanie (szczególnie w przypadku wielkich bankructw, jak np. Enron czy Vivendi). W dobie globalizacji, kiedy dostęp do informacji i swobodne przemieszczanie się kapitału nie napotyka znacznych barier, rynek kapitałowy staje się miejscem realizowania procesów międzynarodowej konkurencji. Różnice w wielkości przyjmowanych inwestycji nie powinny więc wynikać z różnego poziomu ochrony inwestorów (a więc z różnego poziomu jakości standardów ładu korporacyjnego), ale z rzeczywistej przewagi rynkowej spółek. Do takiej idealnej sytuacji może doprowadzić proces konwergencji zasad ładu korporacyjnego w przestrzeni międzynarodowej.

Kierunkiem, w którym zmierzają regulacje ładu korporacyjnego na poszczególnych rynkach kapitałowych, jest system anglosaski, a przede wszystkim wzmocnienie pozycji akcjonariuszy w stosunku do menedżerów. Takie kroki były podejmowane w Stanach Zjednoczonych jeszcze przed skandalami związanymi z bankrutem firm Enron czy WorldCom. Niektóre z nich były wymuszane przez inwestorów instytucjonalnych, a inne przez instytucję Securities and Exchange Commission czy decyzje sądów. Z powodu upadków wielkich firm w amerykańskiej gospodarce zostało zmienione podejście do zasad ładu korporacyjnego. W 2002 r. rząd Stanów Zjednoczonych zaakceptował tzw. Sarbanes-Oxley Act. Był to swoisty test dla publicznego zaufania w stosunku do spółek, ponieważ nowo ustanowione prawo pozwoliło na stosowanie kar w stosunku do osób popełniających przestępstwa (oszustwa) na rynkach finansowych (prawo to kładzie odpowiedzialność za księgowość na dyrektorach wykonawczych spółek). Chociaż akt ten został przyjęty jako zbyt restrykcyjny, to koszty moralnych i kryminalnych oszustw były wyższe niż przyjęcie twardych regulacji. Dzięki nowoczesnym rozwiązaniom prawnym stało się możliwe, by karać finansowe nadużycia, jak również malwersacje z zakresu działań społecznych lub środowiskowych. Sarbanes-Oxley Act stał się również podstawą do zadośćuczynienia akcjonariuszom, których portfele akcji straciły na wartości z winy osób zarządzających spółkami. Te regulacje prawne stały się wzorem dla innych państw w zakresie ram prawnych sprawowania kontroli nad zarządami spółek publicznych.

W Europie kontynentalnej kierunek zmian, bardziej lub mniej zaawansowanych, również wskazuje na system anglosaski. W kodeksach regulujących ład korporacyjny Austrii czy Niemiec znajdują się rekomendacje (a nie twarde wytyczne) dotyczące sprawozdań zarządu z ich wynagradzania. Działania przeciwko praktykom *insider trading* rozwijają się, prawo kładzie również nacisk na przejrzystość systemu księgowania w spółkach (w tym celu w większości krajów rozwiniętych i rozwijających się przyjęte zostały Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, opracowane przez International Accounting Standards Committee). Aby upowszechnić operacje obrotu akcjami, a także fuzji i przejęć, ponad granicami pań-

stwowymi wiele firm postanowiło emitować akcje nie tylko na rynkach krajowych, ale również na giełdzie w Londynie czy Nowym Jorku. Takie działanie wymusza na zarządach spółek przyjmowanie nowoczesnych zasad ładu korporacyjnego, wymaganych na giełdach krajów wysoko rozwiniętych. Również Komisja Europejska zaangażowała się w tworzenie nowoczesnych zasad ładu korporacyjnego, które są rekomendowane krajom członkowskim do wprowadzenia w życie. W przypadku ich przyjęcia konwergencja zasad może się okazać możliwa.

W rozważaniach na temat procesu ujednoczenia regulacji ładu korporacyjnego w wymiarze międzynarodowym pozostaje pytanie, czy możliwe jest uzyskanie pełnej zgodności pomiędzy kodeksami poszczególnych krajów, a więc czy można oczekiwać jednolitych ram prawnych w Unii Europejskiej. Przeciwno takiemu zjawisku przemawia wolno postępujący proces przemian w strukturze własności. Są one powstrzymywane z jednej strony przez akcjonariuszy większościowych, którzy obawiają się zmian i strat mogących z nich wynikać (nawet jeżeli te zmiany prowadzą do osiągnięcia większej efektywności przez spółkę). Z drugiej zaś strony regulacje państwowe mogły w przeszłości zostać dopasowane do potrzeb największych przedsiębiorstw i ich zmiana oznaczałaby przewartościowanie reguł nie tylko prawnych, ale również potrzebnych do codziennego funkcjonowania spółek. Na takie rozwiązania nie zgadzają się menedżerowie, którzy mają wpływ na decyzje płynące ze sfery politycznej.

Za możliwością osiągnięcia stanu pełnej konwergencji zasad ładu korporacyjnego przemawia fakt, że niosą one ze sobą wiele korzyści dla pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw i całego rynku kapitałowego. Zaakceptowanie i wdrożenie nowoczesnych zasad nadzoru nad funkcjonowaniem spółek będzie następowało zgodnie z procesem dyfuzji. Procesy globalizacji wzmacniają atrakcyjność inwestycyjną kraju, więc kolejne podmioty będą przystępować do realizacji najlepszych praktyk.

Oczywiście, niemożliwe jest, aby konwergencja następowała tylko i wyłącznie w kierunku modelu anglosaskiego. Utrudnia to nie tylko konkurencja pomiędzy podmiotami z różnych rynków, ale również współzawodnictwo pomiędzy krajami i ich instytucjami na gospodarczej arenie międzynarodowej. Korzyścią wynikającą z takiej sytuacji jest eliminacja nieefektywnych podmiotów gospodarczych. Prawdłowo skonstruowane zasady ładu korporacyjnego dają akcjonariuszom możliwość kontrolowania i karania nieuczciwych lub nieudolnych menedżerów, którzy realizują tylko własne cele. Dopóki jednak otoczenie polityczne jest bliższe pracodawcom i pracownikom niż inwestorom, niemożliwe jest wdrożenie reform, które umożliwią firmom nie tylko przetrwanie, ale również rozwój na turbulentnym rynku międzynarodowym. Nawet propozycje Komisji Europejskiej, dotyczące ułatwienia dokonywania operacji przejęć na rynkach kapitałowych, zostały złagodzone przez naciski ze strony państw, które chronią interesy swoich firm narodowych [Takeovers... 2003]. Przykładem takich zachowań (które świadczą o tym, że państwo kieruje się tylko własnym interesem, a nie dobrem wspólnego rynku) mogą być in-

terwencji rządu Francji w sytuacji, gdy przejęcia groziły firmom Alstrom czy Aventis. Istnieje prawdopodobieństwo, że rynki kapitałowe, a przez to gospodarka takich państw, jak Francja czy Włochy, mogłyby rozwijać się szybciej niż w ciągu ostatnich 20 lat, gdyby skierowała swe reformy w kierunku modelu anglosaskiego uregulowań ładu korporacyjnego.

Dla krajów, które kierują się systemem prawa cywilnego, wdrożenie zasad ładu korporacyjnego z krajów *common law* nie jest niemożliwe. Podstawą prac jest z pewnością ustanowienie wysokich standardów rachunkowości i kontroli kontraktów. Podstawowym problemem dla krajów europejskich jest z pewnością polityka, prowadzona przez ich rządy, a przede wszystkim – różnice ideologiczne pomiędzy gospodarką Stanów Zjednoczonych a Europą kontynentalną (gdzie otwarte podejście do instytucji rynku i globalizacji spotyka się z określeniem go jako „neoliberalny” w mało pozytywnym znaczeniu). Również instytucje polityczne w Europie przywiązują dużą wagę do opinii związków pracowniczych, co jest rzadkie w krajach anglosaskich (a zmiana takiego stanu rzeczy jest o wiele trudniejsza niż nowe sformułowanie regulacji prawnych). Nie jest niczym niespodziewanym, że z racji strachu przed utratą elektoratu zmian w prawie unikają kolejne partie rządzące. Długoterminowe zmiany muszą wiązać się z przewartościowaniem myślenia o spółkach publicznych w sferze politycznej i wyborców, wśród których znajdują się zarówno akcjonariusze, jak i menedżerowie firm.

## Literatura

European Corporate Governance Institute, [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org), grudzień 2010.

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

Mueller D.C., *The Economics and Politics of Corporate Governance in the European Union*, ECGI Law Working Paper nr 37/2005, maj 2005.

Polskie Forum Corporate Governance, [www.pfcg.org.pl](http://www.pfcg.org.pl), grudzień 2010.

Takeovers in Europe: lowest common denominator, „The Economist”, 29.11.2003.

Zielona Księga. Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń, Komisja Europejska, Bruksela, 02.06.2010.

### **CONVERGENCE PROCESS OF CORPORATE GOVERNANCE REGULATIONS ON CAPITAL MARKETS OF THE EUROPEAN UNION MEMBER STATES**

**Summary:** The principles of the corporate governance shape the way of setting up and creating the hierarchy of the aims of enterprise and the methods of their realization, also moni-

toring the stage of their achievement. These aims have to respect the matters of both employees of enterprises and stockholders as well as the whole external environment.

The process of convergence of the legal settlements of the corporate governance on the international market is very difficult. The unification of accounting and control rules is possible, however their implementation and complying to the rules of good practice creates difficulties. They result first of all from the experience of the states and solutions they worked out. Advantages coming from the achievement of full convergence of the principles of the corporate governance, both for the competitiveness of enterprises and the whole capital market are the reason for efforts, guided by the European Committee. The results were gathered in 2010 in the green book, which defines the current condition of the corporate governance in EU member countries and the possibility of its development.

**Keywords:** corporate governance, European Union, capital markets integration.