

Reformy *corporate governance* i ich wpływ na systemy narodowe. Przyczynek do poznania rynków wschodzących

Dr Maria Aluchna | Katedra Teorii Zarządzania, Szkoła Główna Handlowa |
maria.aluchna@sgh.waw.pl

| Streszczenie

Niniejszy artykuł został poświęcony przybliżeniu systemu *corporate governance* w gospodarkach wschodzących, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu reform na ich kształt. Analizie poddano cztery największe gospodarki rozwijające się, czyli Brazylię, Rosję, Indie i Chiny. Przeprowadzona analiza wskazuje, iż wysiłki na rzecz reform nadzoru korporacyjnego podejmowane są także w gospodarkach wschodzących, których specyfika przyczyniła się do wykształcenia innych narodowych systemów i innych problemów *corporate governance*. Różne są także efekty wdrażania reform nadzoru korporacyjnego, a zmiany jakościowe następują w analizowanych krajach dość powoli.

| Wstęp

Analizy z zakresu *corporate governance* często dotyczą wybranych zagadnień, jak struktura własności, funkcjonowanie rady, wynagrodzenie menedżerskie czy dokumenty dobrych praktyk. Bardzo ciekawym wątkiem badań i analiz są natomiast omówienia systemów narodowych,

które prezentują całościowo strukturę *corporate governance*, jaka rozwinęła się w danym kraju. Spojrzenie na wiele elementów tej układanki pokazuje nie tylko dokładną charakterystykę danego systemu, lecz także pozwala prześledzić proces rozwoju, poszczególne jego etapy oraz znaczenie i rolę konkretnych reform (np. wprowadzenie określonej regulacji i reakcję systemową na nie). Umożliwia to obserwację systemu nadzorczego wraz z elementami, które często umykają analizom czysto ekonomicznymi, czyli nie tylko kwestii rynku pracy, obowiązującego prawa, ale także aspektów historycznych, politycznych i wreszcie kulturowych. Ponadto, interesującą problematyką jest reakcja systemów narodowych na wdrażane reformy nadzoru korporacyjnego, wpływ procesów harmonizacyjnych na zmiany w ich obrębie. Analizy systemów narodowych pozwalają także na porównanie międzynarodowe i odnoszenie doświadczeń jednych krajów do drugich. Choć wiele systemów narodowych zostało już dokładnie zbadanych, wciąż niewiele wiadomo o systemach krajów rozwijających się czy transformujących, takich jak Indie, Rosja, Chiny czy Brazylia. Co więcej, mimo iż często dostępne są opracowania charakteryzujące te systemy, nie do końca można jeszcze zrozumieć w jaki sposób one funkcjonują.

Niniejszy artykuł został poświęcony przybliżeniu systemu *corporate governance* w gospodarkach wschodzących, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu reform na ich kształt. Analizie poddano cztery największe gospodarki rozwijające się, czyli Brazylię, Rosję, Indie i Chiny, funkcjonujące często w literaturze światowej pod hasłem BRIC.

W pierwszym punkcie przedstawiono ogólne charakterystyki systemów *corporate governance* analizowanych gospodarek wschodzących i odniesiono się do podstawowych elementów struktury nadzorczej, czyli: struktury własności, zasad funkcjonowania rady, praktyki kształtowania wynagrodzeń menedżerskich oraz standardów przejrzystości i ochrony inwestorów. Punkt drugi omawia główne kierunki reform *corporate governance* w poszczególnych krajach grupy BRIC, podczas gdy w punkcie trzecim zawarto dyskusję o wpływie tych reform na kształt systemów narodowych. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

1 | Międzynarodowa analiza porównawcza systemów *corporate governance*

Rozwój badań z zakresu międzynarodowej analizy porównawczej przyczynił się do wzrostu zainteresowania strukturami nadzorczymi, wykształconymi także w gospodarkach wschodzących. Okazuje się bowiem, iż odmienne warunki funkcjonowania spółek obejmujące najczęściej słabszy porządek instytucjonalny, mniej efektywny system prawny w tym przede wszystkim słabszą ochronę inwestorów i nieefektywne sądownictwo oraz niższe standardy przejrzystości przyczyniły się do wykształcenia się innych systemów nadzoru korporacyjnego (Berglóf, Claessens 2004: 5–15). Gdy mówimy o gospodarkach wschodzących należy wyodrębnić kilka głównych cech charakterystycznych:

- wzrost znaczenia inwestorów z krajów rozwijających się,
- rosnące znaczenie określonych form organizacyjnych,

- łączenie sfery biznesu i polityki,
- specyficzną rolę rady.

Wzrost znaczenia inwestorów z krajów rozwijających się – globalny rynek kapitałowy odnotowuje wzrost aktywności inwestorów instytucjonalnych nie tylko z krajów rozwiniętych, lecz także z krajów rozwijających się. Należy w tym miejscu wymienić silną pozycję pojedynczych inwestorów (np. rosyjscy oligarchowie) czy poszczególnych przedsiębiorstw (np. Tata z Indii). Bardzo ciekawym trendem jest także aktywność akumulujących znaczne aktywa funduszy państwowych z Chin, Rosji czy krajów arabskich, korzystających z coraz większego znaczenia surowców naturalnych oraz szybkiego tempa rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów.

Rosnące znaczenie określonych form organizacyjnych (Morck 2009:4–12; Morck 2005) – choć akcje uprzywilejowane często są krytykowane przez inwestorów amerykańskich czy brytyjskich (w efekcie czego przedsiębiorstwa ze Stanów Zjednoczonych lub Wielkiej Brytanii stosują rozwiązanie „jedna akcja – jeden głos”), to przedsiębiorstwa rosyjskie, chińskie czy hinduskie nie poddają się tej presji. Ponieważ większość silnych spółek z tych krajów jest kontrolowana przez rodziny lub menedżerów (oligarchów), akcje uprzywilejowane są częstym rozwiązaniem. Obok zwiększania liczby głosów na akcje w krajach azjatyckich (podobnie z resztą jak w wielu spółkach włoskich, hiszpańskich czy szwedzkich) stosuje się struktury piramidowe. Składają się one z wielopoziomowych konstrukcji, które z reguły pozwalają założycielom utrzymywać kontrolę przy niskim zaangażowaniu kapitałowym (im więcej poziomów tym mniejsze aktywa są potrzebne do zachowania kontroli). Taktyka ta jest bardzo często stosowana w krajach Azji Południowo-Wschodniej, ze względu na dominację spółek kontrolowanych przez rodziny. Co za tym idzie, w przeciwieństwie do rozdrobnionej struktury własności obserwowanej w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, spółki z omawianych krajów cechuje zdecydowanie skoncentrowana struktura własności. Trzecią interesującą obserwacją dotyczącą charakterystyki spółek z omawianych krajów jest znaczna popularność złożonych struktur organizacyjnych, w tym grup kapitałowych czy konglomeratów. Grupy kapitałowe są dopełnieniem struktur piramidowych i wynikiem rozbudowy rodzinnych imperiów. Ponadto, słabiej rozwinięte rynki, mniejsza efektywność ładu instytucjonalnego, słaby system prawny może przyczyniać się do wzrostu kosztów transakcyjnych. W efekcie, przedsiębiorstwu bardziej opłaca się integrować pionowo lub poziomo, tworząc tak zwany rynek wewnętrzny. Zjawisko to obserwuje się zarówno w Rosji, jak i krajach Azji Południowo-Wschodniej. Dość powiedzieć, że chiński rząd zafascynowany sukcesem japońskich *keiretsu* i koreańskich *chaeboli* dąży do budowy struktur odwzorowujących powiązania krzyżowe i mechanizmy funkcjonowania tych grup kapitałowych. Warto jeszcze dodać, iż struktury piramid i grupy kapitałowe występują także w Europie kontynentalnej (Szwecja, Włochy), lecz ze względu na słabą ich popularność w Stanach i pewne napiętnowanie opinią formy niekorzystnej dla inwestorów były pomijane w międzynarodowych analizach. Obecnie jednakże wraz ze wzrostem znaczenia omawianych krajów, pojawia się coraz więcej opracowań na temat grup kapitałowych i struktur piramidowych.

Łączenie sfery biznesu i polityki – wynika często z siły powstałych tam firm (np. Gazprom) czy ich strategicznego znaczenia (ogólnie przemysł wydobywczy o dużym udziale w eksporcie),

potęgi rodzin i roli przedsiębiorstw w rozwoju kraju (np. hinduskie konglomeraty jak Tata) lub roli polityków w zarządzaniu tymi spółkami (np. w Chinach). Choć zjawisko łączenia sfery biznesu i polityki jest także popularne w krajach rozwiniętych (np. aktywna polityka rządu francuskiego sprzyjająca własnym koncernom, państwowe banki lokalne w Niemczech czy polityka ochrony rodzimego rynku w Stanach Zjednoczonych), to przykłady pochodzące z krajów rozwijających się są bardziej głośne.

Specyficzna rola rady – spółki w gospodarkach wschodzących cechują się odmiennym podejściem do roli rady oraz metodami doboru jej członków. Rada – nadzorcza lub dyrektorów – jest przede wszystkim miejscem egzekwowania kontroli przez akcjonariusza większościowego, jakim najczęściej jest rodzina lub państwo. Z tego też względu obecność członków niezależnych jest bardzo niska.

Tabela 1 przedstawia charakterystykę systemów *corporate governance* w wybranych gospodarkach wschodzących.

Tabela 1 | Systemy *corporate governance* w wybranych gospodarkach wschodzących

Element	Rosja	Indie	Chiny	Model taciński
Rada	rada dyrektorów, znaczny udział przedstawicieli akcjonariuszy większościowych, mało członków niezależnych	rada dyrektorów, znaczny udział przedstawicieli akcjonariuszy większościowych (rodzin), mało członków niezależnych	rada nadzorcza, udział przedstawicieli państwa, bardzo mała obecność członków niezależnych	rada nadzorcza/dyrektorów, znaczny udział przedstawicieli akcjonariuszy większościowych (rodzin), mało członków niezależnych
Struktura własności	skoncentrowana, oligarchowie, państwo, duża popularność grup kapitałowych	skoncentrowana, rodziny, duża popularność grup kapitałowych	skoncentrowana, państwo, duża popularność grup kapitałowych	skoncentrowana, rodziny, państwo, duża popularność grup kapitałowych
Wykonywanie prawa głosu	udziały we własności, piramidy	udziały we własności, piramidy	udziały we własności, piramidy	udziały we własności, piramidy
Rynek kapitałowy	małe, choć rosnące znaczenie	małe, choć rosnące znaczenie	małe, choć rosnące znaczenie	małe, choć rosnące znaczenie
Rynek kontroli przedsiębiorstw	bardzo małe znaczenie	bardzo małe znaczenie	bardzo małe znaczenie	bardzo małe znaczenie

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując informacje zawarte w tabeli 1 należy odnotować, iż wszystkie narodowe systemy *corporate governance* posiadają swoją wyjątkową specyfikę. Po pierwsze, odnoszą się do dorobku międzynarodowej analizy porównawczej w krajach rozwijających się, dominuje w nich struktura oparta na mechanizmach wewnętrznych, czyli hierarchiach, takich jak struktura własności czy rada nadzorcza. Jednocześnie obserwuje się słaby poziom rozwoju mechanizmów zewnętrznych, rynkowych. Nie jest to charakterystyka zaskakująca, gdyż cechuje ona większość krajów rozwijających i transformujących się, w których nie wykształciły się mechanizmy zewnętrzne wymagające zarówno dłuższego czasu, silnych instytucji, jak i dobrego egzekwowania prawa.

Jednocześnie oznacza to niskie znaczenie rynku kapitałowego (niska efektywność, niska przejrzystość) oraz rynku kontroli korporacji (rzadko lub wcale nie występujące transakcje wrogich przejęć). Dodatkowo, ograniczona jest także rola rynku talentów menedżerskich i motywacyjna funkcja wynagrodzenia menedżerskiego. Ze względu na niską efektywność systemu prawnego nie należy się także spodziewać dochodzenia przez akcjonariuszy praw w sądzie.

Po drugie, analizy prowadzone w gospodarkach wschodzących wskazują na silną koncentrację własności, która jest poniekąd reakcją akcjonariuszy większościowych na słabą ochronę prawną inwestorów i niską przejrzystość rynku. W takich warunkach posiadanie większego pakietu akcji zabezpiecza interesy akcjonariuszy dominujących i daje im kontrolę nad kierunkiem rozwoju spółki. W pewnych warunkach koncentracja własności jest pozytywnym elementem nadzorczym, gdyż zapewnia sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa i ogranicza koszty nadzoru nad zarządzającymi, a jej pozytywny wpływ często odnotowuje się w przypadku gospodarek anglosaskich. Jednakże, nadmierna koncentracja własności może być bardzo niekorzystna z punktu widzenia tak spółki, jak i rynku. Wysoka koncentracja własności zwiększa ryzyko nadużyć ze strony akcjonariuszy dominujących, co może przejawiać się w prowadzeniu określonej polityki inwestycyjnej i dywidendowej, ograniczeniu dostępu do informacji czy dominacji przedstawicieli akcjonariuszy dominujących w radzie. Analizy pokazują wyraźnie, iż tego typu praktyki obserwuje się w przypadku spółek akcyjnych w gospodarkach wschodzących. Badania rad nadzorczych odnotowują przykładowo nadmierną reprezentację przedstawicieli akcjonariuszy dominujących przy zerowym lub marginalnym udziale członków niezależnych.

Trzecią cechą charakterystyczną dla gospodarek wschodzących jest wciąż znaczna rola państwa w gospodarce i jednocześnie systemie *corporate governance* w szczególności w Rosji, Chinach i krajach Ameryki Łacińskiej. Wpływ państwa w gospodarce, obecny jest na wielu płaszczyznach w sferze regulacyjnej, odnośnie do kwestii struktury własności (dominacja kontroli ze strony państwa w Chinach), oraz w sferze zarządzania i wywierania wpływu na funkcjonowanie spółek przez delegowanie członków zarządu i rad nadzorczych (przede wszystkim w Chinach i Rosji).

2 | Reformy *corporate governance* w gospodarkach wschodzących

Odmierna specyfika gospodarek wschodzących pod względem charakterystyki systemu nadzoru korporacyjnego zupełnie nie wyklucza udziału tych krajów w procesach harmonizacyjnych skierowanych na implementację zasad dobrych praktyk *corporate governance*. Uznane na całym świecie zasady obejmują przede wszystkim zwiększenie przejrzystości spółek, w tym szczególnie w zakresie struktury własności (powiązania kapitałowe, grupy kapitałowe) oraz składu rady i zarządu, wzrost znaczenia i obecności w radzie członków niezależnych, tworzenie wyspecjalizowanych komitetów w radzie, wzrost odpowiedzialności osób zarządzających za wyniki spółki oraz ochronę interesów inwestorów, w tym głównie inwestorów mniejszościowych. Należy jednak zwrócić uwagę, iż odmienna specyfika gospodarek wschodzących pociąga za sobą nieco inne podejście do realizacji dobrych praktyk *corporate governance*. Dokumenty dobrych praktyk

oraz doświadczenie pokazują, iż zasady stosowane przez spółki, jak również wymogi narzucane przez inwestorów zagranicznych są nieco łagodniejsze. Dotyczy to przede wszystkim obecności niezależnych członków w radzie i dominacji rodziny lub założyciela (firmy rosyjskie czy hinduskie), a także kwestii kontroli przez posiadane udziały (np. banki chińskie mocno ograniczają udział zagranicznych inwestorów w swojej strukturze własności). Poniżej przedstawiono główne obszary reform nadzoru korporacyjnego w gospodarkach wschodzących.

| Brazylia

Wiele reform makroekonomicznych zostało wdrożonych w latach 80. w reakcji na kryzys finansowy. Ostatnie lata natomiast to okres zmian w kierunku prywatyzacji, większej przejrzystości spółek, odpowiedzialności zarządów oraz liberalizacji systemu finansowego (Lopez-de-Silanes, Chong 2003; Rogers, Dami, Ribeiro, Sousa 2006). Warto wymienić także działanie *Brazilian Institute of Corporate Governance* (IBGC) utworzonego w 1995 roku, który przyczynił się do powstania pierwszej wersji kodeksu dobrych praktyk już w 1999 roku. Druga i trzecia wersja *Code of Best Practice of Corporate Governance* pojawiły się odpowiednio w 2001 i 2004 roku. Ostatni dokument opiera się na czterech podstawowych zasadach: przejrzystości, odpowiednim traktowaniu wszystkich uczestników, odpowiedzialności prawnej za podejmowane działania oraz społecznej odpowiedzialności biznesu. Podobnie jak inne tego typu dokumenty, brazylijski kodeks dobrych praktyk zaleca równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy (i rekomenduje zasadę „jedna akcja = jeden głos”), zaleca tworzenie wyspecjalizowanych komitetów (przede wszystkim komitetu audytu) w radzie oraz udział niezależnych członków rady (dokładna definicja). Długi, 47-stronicowy dokument odnosi się także do kwestii funkcjonowania rady, odpowiedniego kształtowania wynagrodzenia menedżerskiego, oceny pracy zarządzających, prowadzenia audytu, polityki przejrzystości (Gregory, Millstein 2008:3-5). Ze względu na słaby porządek instytucjonalny głównym wyzwaniem jest jednak implementacja tych zasad.

| Rosja

W ostatnich latach w Rosji, podobnie jak w innych analizowanych krajach, obserwuje się zwiększone wysiłki na rzecz poprawy standardów nadzoru korporacyjnego, a zwłaszcza w odniesieniu do przejrzystości funkcjonowania spółek, równego traktowania akcjonariuszy i jakości monitoringu działania kadry zarządzającej (Lazareva, Rachinsky, Stepanov 2007). Do najważniejszych zmian zaliczyć należy między innymi (Springer 2001; Kochetygova, Shvyrkov 2006: 2–4):

- prawo spółek handlowych (1996 rok) określające system nadzoru w Rosji, zasady głosowania na WZA, dające prawo akcjonariuszem mniejszościowym do blokowania decyzji sprzecznych z ich interesem, regulujących transakcje z podmiotami powiązanymi;
- prawo rynku kapitałowego (1996 rok) określające funkcjonowanie rynku wraz z działalnością instytucji nadzorującej *Federal Commission for the Securities Market*;
- prawo ochrony interesów inwestorów (1999 rok) – określające zasady nowych emisji i wprowadzające kary za rozwadnianie kapitału na koszt akcjonariuszy mniejszościowych;

- D *Corporate Governance Codes and Principles in Russia* (2002 rok) formułujące między innymi zasady nadzoru korporacyjnego oraz funkcjonowania WZA, określające zasady pracy rady (procedury pracy, obowiązków i składu rady, obecności członków niezależnych, tworzenia wyspecjalizowanych komitetów) oraz politykę przejrzystości.

Choć w większości grup kapitałowych państwo odgrywa rolę biernego akcjonariusza, reformy z zakresu ładu korporacyjnego są niezwykle ważne dla dużych przedsiębiorstw wchodzących na zagraniczne rynki i notowanych na zagranicznych giełdach (McGee, Preobragenskaya 2004). Mimo widocznej poprawy standardów *corporate governance*, a szczególnie w przypadku dużych spółek notowanych na giełdach zagranicznych, badacze nie spodziewają się zasadniczych reform na rynku kapitałowym w Rosji.

| Indie

Nadzór korporacyjny w Indiach także ma swoją specyficzną charakterystykę i współcześnie doświadcza wielu interesujących inicjatyw i reform mających na celu zwiększenie przejrzystości, poprawę ochrony interesów akcjonariuszy oraz liberalizację rynku kapitałowego, które są wdrażane od 1991 roku (Marietty, Subrahmanyam 2004: 6–11). Do głównych działań w tym zakresie należy zaliczyć przede wszystkim aktywność *Securities and Exchange Board of India* tworzącą porządek instytucjonalny i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego. W 2008 roku weszły w życie nowe przepisy prawa handlowego również skierowane na zwiększenie ochrony inwestorów i podniesienie standardów przejrzystości (KPMG 2009: 5). Główna oś reform *corporate governance* w Indiach koncentrowała się na roli i składzie rady dyrektorów (*CII Code* z 1997 roku, *Kumar Mangalam Birla Committee* z 2000 roku i *Report of the SEBI Committee on Corporate Governance* zwany *Murthy Committee Code* z 2003 roku). Ostatni z nich podnosił kwestie konieczności zarządzania ryzykiem i rozumienia sektora przez członków rady spółki, w którym działania monitorowała spółka. Dodatkowo, *Murthy Committee* wskazywał na znaczenie komitetu audytu i konieczności obecności członków rady posiadających odpowiednie doświadczenie i wykształcenie w dziedzinie finansów przedsiębiorstwa i rachunkowości.

| Chiny

Chiński nadzór korporacyjny wykazuje ogromny potencjał ze względu na dynamiczny rozwój gospodarki oraz wdrażane reformy. Wzrost gospodarczy oraz postępujące reformy przyczyniły się do rozwoju nadzoru korporacyjnego i zwiększenia znaczenia rynku kapitałowego. W Chinach działają obecnie dwie giełdy w Szanghaju i Shenzhen, na których notowanych jest łącznie 1600 spółek giełdowych. Kapitalizację chińskiego rynku kapitałowej szacuje się na około 800 mld dolarów, czyli niecałych 10% PKB (Malkiel, Taylor 2009: 50–60). Wdrażane zmiany pozytywnie wpływają na formułowanie standardów nadzoru korporacyjnego w Chinach oraz na efektywność chińskich spółek (Li 2009: 24–28). Wśród najważniejszych reform należy wymienić (Xi 2006: 1–10; Li, Naughton, Hovey, 2009: 19–23) m.in.:

- D liberalizację systemu finansowego (dopuszczenie do prywatyzacji wybranych spółek, wzrost obecności inwestorów zagranicznych);

- wdrożenie prawa spółek (1993 rok), które wprowadziło dwupoziomowy system nadzoru (rada nadzorcza i zarząd) wraz z jego zmianami (2005 rok);
- działalność *China Securities Regulatory Commission* (od 2001 roku), która zapewnia nadzór nad systemem finansowym, zaleca zwiększenie obecności członków niezależnych w radzie i zwiększa odpowiedzialność rady na prowadzony monitoring nad członkami zarządu;
- powstanie *Code of Corporate Governance for Listed Companies in China* (2002 rok) oraz *Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies* (2004 rok) formułujących między innymi rekomendacje odnośnie postępowania akcjonariuszy (w tym akcjonariuszy większościowych, dokonywania transakcji z podmiotami powiązanymi), funkcjonowania rady (procedury pracy, obowiązków i składu rady, obecności członków niezależnych, tworzenia wyspecjalizowanych komitetów) oraz polityki przejrzystości.

3 | Systemy *corporate governance* w kontekście reform

Wdrażane na całym świecie reformy z zakresu *corporate governance* przyczyniają się do zasadniczej zmiany kształtu struktur nadzorczych w kierunku zwiększenia znaczenia rynku kapitałowego, odpowiedzialności i profesjonalizacji rady oraz przejrzystości rynków i spółek, a także wykonywania praw przez akcjonariuszy. Reformy te obejmują również systemy gospodarek wschodzących, choć ocena ich efektywności nie jest jednoznaczna. Zdecydowanie podejmowane wysiłki skierowane są na ważne aspekty struktur nadzorczych, jednakże ich wdrażanie i weryfikacja składanych przez spółki oświadczeń wskazuje, że na zasadnicze zmiany w gospodarkach wschodzących trzeba będzie jeszcze poczekać. Poniżej przedstawiono skrótowo stan systemów *corporate governance* w analizowanych krajach w kontekście wdrażanych reform.

| Brazylia

Procesy globalizacji i internacjonalizacji wywierają silny wpływ na system nadzoru korporacyjnego w Brazylii. W literaturze międzynarodowej nie ma jednak wielu opracowań odnoszących się wyłącznie do tego kraju, z tego też względu w niniejszym artykule przytoczono badania dla regionu Ameryki Łacińskiej, ze szczególnym naciskiem na Brazylię. Trudno jednak oczekiwać zasadniczych zmian w warunkach wciąż słabego państwa i nieefektywnego porządku instytucjonalnego, w tym systemu sądownictwa i ochrony inwestorów. Pod względem tożsamości akcjonariuszy dominują krajowi akcjonariusze prywatni, jedynie jedną z bardziej zauważalnych zmian jest wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych we własność niektórych spółek, w szczególności w Brazylii i Argentynie (Rogers, Dami, Ribeiro, Sousa 2006) i Chile. Co więcej, w okresie 1997–2002 odnotowano wzrost popularności grup kapitałowych (Aguilera 2008: 44). Badania wskazują nie tylko na wysoką popularność grup kapitałowych, ale także na wysoki stopień rozdziału kontroli od własności, częste wykorzystywanie akcji uprzywilejowanych i struktur piramidowych. Mimo bardzo silnej pozycji dominujących akcjonariuszy, analizy odnotowują liczną obecność niezależnych członków w radzie dyrektorów (na poziomie 28–55%).

Bardzo ciekawych obserwacji dostarczają także studia przypadków analizujące współpracę między korporacjami międzynarodowymi a przedsiębiorstwami z Ameryki Łacińskiej, które decydują się na stworzenie wspólnych przedsięwzięć joint venture. Spółki z Ameryki Południowej wykazują odmienną kulturę działania oraz praktykę w zakresie *corporate governance* (Perkins, Morck, Young 2008), podczas gdy ich zagraniczni partnerzy z krajów rozwiniętych często nie znają technik związanych z rozdziałem własności od praw do zysku, nagminnie stosowanych w Brazylii. Choć problemy związane ze słabą przejrzystością struktur piramidowych oraz ryzykiem transferowania wartości przedsiębiorstwa od akcjonariuszy mniejszościowych na korzyść akcjonariuszy dominujących są powszechnie znane, to jednak wiele światowych firm zaangażowało się we wspólne projekty ze spółkami, które – jak się później okazało – agresywnie wykorzystują piramidy na swoją korzyść. Wyniki tych projektów oznaczały dla spółek europejskich, kanadyjskich czy amerykańskich (m.in. Citigroup) bardzo wysokie straty finansowe szacowane na poziomie kilkuset milionów dolarów. Na zakończenie warto zauważyć, iż kraje Ameryki Łacińskiej zdecydowanie różnią się pod względem liberalizacji systemu finansowego (Towar, Quispe-Agnoli 2008) – największe osiągnięcia w tym zakresie notuje się w Argentynie i Chile, podczas gdy Brazylia, a także Wenezuela i Kolumbia wciąż stoją przed zasadniczymi reformami.

| Rosja

Analizy systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji wskazują na niedostatki instytucjonalne, nieefektywny system prawny i słabą ochronę inwestorów jako główne problemy. Taka charakterystyka przyczyniła się jednocześnie do powstawania i obserwowanego współcześnie intensywnego rozwoju grup kapitałowych (finansowo-przemysłowych lub przemysłowych), których głównym zadaniem jest przede wszystkim zapewnienie bezpieczeństwa prowadzenia działalności gospodarczej poprzez gwarancję egzekwowania prawa (Springer 2001). Oznacza to, że głównym problemem z zakresu nadzoru korporacyjnego jest konflikt między akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi. Konflikty te przejawiają się w klasycznych metodach dotyczących transferu wartości ze spółki, rozwodnienie akcjonariatu, opóźnienia lub blokowanie wypłat dywidendy, ograniczenie dostępu do informacji o spółce, wrocie bankructwa (Lazareva, Rachinsky, Stepanov 2007). Tego typu praktyki nie tylko są dopuszczane w przypadku prywatnych spółek, lecz także w przypadku przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo (Radygin 2007). Dodatkowo, rosyjskie spółki kontrolowane są przez wpływowych oligarchów i silnie wykorzystują kontakty z polityką (Hill 2004). Powiązania sfery biznesu i polityki są bardzo ważną cechą charakteryzującą rosyjski system nadzoru korporacyjnego, ale stanowią również bardzo ważny element decydujący o sukcesie lub porażce spółki. Formalne i nieformalne powiązania polityków z oligarchami owocują w preferencyjnych warunkach zamówień i kontaktów oraz wydawania licencji i innych zezwoleń.

| Indie

Dynamiczny rozwój gospodarczy Indii skutkuje rosnącym zainteresowaniem rynkiem kapitałowym oraz nadzorem korporacyjnym. Należy jednak wziąć pod uwagę, iż dominującą formą działalności są grupy kapitałowe, zwane domami biznesowymi (ang. *business houses*), które są silnie zdywersyfikowane, składają się z wielu przedsiębiorstw, działają w bardzo wielu, często niepokrewnych branżach (Rama Varma 1997: 8–12). Podobnie jak w innych krajach, hinduskie

spółki bardzo intensywnie wykorzystują struktury piramidowe i wielostronne powiązania kapitałowe w ramach kontrolującej grupy rodziny oraz powiązania nieformalne między poszczególnymi członkami rodziny i kadry zarządzającej (Khanna 2007: 7–12). Choć w ostatnich latach obserwuje się upraszczanie struktury własności, koncentracja własności i kontrola ze strony rodziny-założyciela oraz jej dominacja wśród członków rady pozostanie jedną z głównych cech hinduskich spółek (Kumar Dey, Kumar Chauhan 2009; Waknis 2007). Należy jednak wiedzieć, iż standardy nadzoru korporacyjnego w Indiach są dość wysokie, szczególnie w kontekście poziomu rozwoju tego kraju. Przykładowo, w analizie amerykańskiej agencji Governance Metrics International (GMI) Indie uzyskały ogólną średnią ocenę na poziomie 4,91 (w skali ocen od 1 do 10), co uplasowało ten kraj na 19 miejscu wśród badanej grupy (pierwsze miejsce zajęła Irlandia z wynikiem 7,25, Stany Zjednoczone zajęły 5 miejsce z wynikiem 7,15, a Polskę sklasyfikowano na 11 pozycji z wynikiem 5,77). Choć w grupie analizowanych spółek liczba przedsiębiorstw z Indii nie była wysoka, to jednak badanie pokazuje znaczenie standardów *corporate governance* wśród hinduskich spółek (Rocks 2009). Ponadto, 68% badanych respondentów, biorących udział w badaniu KPMG, podkreśliło poprawę standardów nadzoru korporacyjnego po wprowadzeniu klauzuli 49, czyli obowiązku złożenia oświadczenia o stosowaniu zasad nadzoru korporacyjnego przez spółki giełdowe. Największym zgłaszanym przez respondentów problemem jest słaba kontrola ze strony rady, słaba efektywność komitetów w radzie oraz ryzyko działania insiderów realizujących prywatne korzyści (KPMG 2009: 5–8).

| Chiny

Mimo wdrażanych zmian chiński *corporate governance* cechują niskie standardy ochrony inwestorów, dominacja własności państwowej, znaczna ingerencja państwa w system ekonomiczny oraz bliskie relacje między członkami zarządów i rad nadzorczych chińskich spółek z partią. Oznacza to jednocześnie wczesny etap rozwoju systemu w tym kraju i występowanie klasycznych problemów nadzorczych, znanych z krajów rozwijających się i transformujących się, jak np. konflikty między akcjonariuszami dominującymi a mniejszościowymi (Clarke 2008: 20–30). Ponadto, oczekiwania związane z procesami prywatyzacji i rosnącym znaczeniem akcjonariatu prywatnego okazały się niespełnione. Dominacja własności państwowej jest bardzo znaczna. Szacuje się, że pośrednio lub bezpośrednio w rękach państwa znajduje się około 50% akcji spółek pozostających w obrocie, a 80% spółek jest kontrolowanych przez państwo. Chińskie spółki mają tendencję do budowania grup kapitałowych zdominowanych przez państwo występujące pod różnymi jego formami. W efekcie, pomimo pozornego rozproszenia własności, pełna kontrola nie tylko jest w rękach jednego akcjonariusza, ale tym akcjonariuszem jest państwo. Oznacza to de facto brak zasadniczych zmian jakościowych w strukturze chińskich spółek. W Chinach funkcjonują także akcje będące w posiadaniu państwa oraz osób prawnych, do których zalicza się również państwo i różne agencje rządowe. Znaczny udział w tych papierach wartościowych mają akcje wyłączone z obrotu giełdowego, co oznacza duże możliwości kontroli i wpływu ze strony akcjonariusza posiadającego takie akcje i niskie ryzyko rozproszenia akcjonariatu czy przeprowadzenia transakcji wrogich przejęć.

Jednocześnie otwartą kwestią pozostaje dalszy rozwój chińskich spółek w kontekście zmian na rynku (rosnący wpływ globalizacji, rozwój sektora prywatnego) i reform z zakresu nadzoru

korporacyjnego, które wdraża rząd chiński. Spółki oparte na wyłącznej kontroli państwa notują niskie wyniki w zakresie efektywności i zyskowności, a wiele z nich funkcjonuje dzięki rządowym subwencjom. Dodatkowo, presja ze strony rozwijających się firm prywatnych może jeszcze te wyniki pogorszyć. Jednak kluczowy jest kierunek dalszej polityki rządu Chin i zakres wdrażanych procesów prywatyzacyjnych. Wiadomo bowiem, iż chińskie władze bardzo niechętnie patrzą na możliwość wzrostu kontroli inwestorów zagranicznych i specjaliści raczej nie przewidują zmian w tym zakresie. W efekcie, wdrażane są reformy z zakresu nadzoru korporacyjnego (Xi 2006: 20–25).

| Podsumowanie

Niniejszy artykuł został poświęcony przybliżeniu systemu *corporate governance* w gospodarkach wschodzących, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu reform na ich kształt. Analizie poddano cztery największe gospodarki rozwijające się, czyli Brazylię, Rosję, Indie i Chiny. Przeprowadzona analiza wskazuje, iż wysiłki na rzecz reform nadzoru korporacyjnego podejmowane są także w gospodarkach wschodzących, których specyfika przyczyniła się do wykształcenia innych narodowych systemów i innych problemów *corporate governance*. Różne są także efekty wdrażania reform nadzoru korporacyjnego, a zmiany jakościowe następują w analizowanych krajach dość powoli.

B i b l i o g r a f i a

Aguilera, R. (2008) *Comparative analysis of corporate governance systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela*. Dostępny na: www.ssrn.com/abstract=1147749 (25.02.2010).

Berglöf, E., Claessens, S. (2004) *Enforcement and corporate governance*. World Bank Policy Research Working Paper nr 3409.

Clarke, D. (2008) *The ecology of corporate governance in China*. George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory Working Paper nr 433. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1245803> (25.02.2010).

Code of best practice of corporate governance (Brazil). Dostępny na: http://www.ecgi.org/codes/documents/lbgc_may2004.pdf

Code of Corporate Governance for Listed Companies in China. Dostępny na: http://www.ecgi.org/codes/documents/code_en.pdf (01.03.2010).

Confederation of Indian Industry (CII). Dostępny na: <http://www.cii.in> (01.03.2010).

Corporate Governance Codes and Principles in Russia. Dostępny na: http://www.ecgi.org/codes/documents/final_code_english.pdf (01.03.2010).

Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Brazil, Latin American Roundtable on Corporate Governance (2007). 10-11 October, Medellin, Colombia. Dostępny na: <http://www.oecd.org/dataoecd/4/47/39741021.pdf>

Gregory, H., Millstein, I. (2008) *Corporate governance. Brazil*. Dostępny na: http://www.araujopolicastro.com.br/download.asp?file=Getting_the_Deal_Through_-_Corporate_Governance.pdf (01.03.2010).

GovernanceMetrics International (2008). Dostępny na: <http://www.gmiratings.com> (01.03.2010).

Hill, J. (2004) *Comparative corporate governance and Russia – coming full circle*. W: Docker-Mach, G., Ziegler, K. (red.) *Law, legal culture and politics in the 21st century – Essays in honor of Alice Enkson*, Verlag: Franz Steinver.

Khanna, A. (2007) *Bharat versus Indian firm valuations and shareholdings? Geography and business groups explain what law and finance has not*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=891401> (25.02.2010).

Kochetygova, J., Shvyrkov, O. (2006) *Corporate governance practices in Russia and the implementation of the Corporate Governance Code*. Dostępny na: <http://www.ebrd.com/pubs/legal/lit061j.pdf> (25.02.2010).

KPMG (2009) *The state of corporate governance in India*. Dostępny na: http://www.in.kpmg.com/TL_Files/Pictures/CG%20Survey%20Report.pdf (01.03.2010).

Kumar Dey, D., Kumar Chauhan, Y. (2009) Board composition and performance in Indian firms: A comparison. *The Icfai Journal of International Business*, 8, s. 7–19.

Lazareva, O., Rachinsky, A., Stepanov, S. (2007) *A survey of corporate governance in Russia*. Centre for Economic and Financial Research at New Economic School, CEFIR/ NEW Working Paper nr 103.

Li, L., Naughton, T., Hovey, M. (2009) *A review of corporate governance in China*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1233070> (25.02.2010).

Lopez-de-Silanes, F., Chong, A. (2003) *The truth about privatization in Latin America*. Yale ICF Working Paper nr 03–29. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=464460> (25.02.2010).

Malkiel, B., Taylor, P. (2009) *From Wall Street to the Great Wall. How investors can profit from China's booming economy*. New York: W.W. Norton & Company.

Marisetty, V., Subrahmanyam, M. (2004) *Group affiliation and performance of Initial Public Offerings in the Indian stock market*. NYU Working Paper nr FIN 05-038.

McGee, R., Preobragenskaya, G. (2004) *Recent developments in corporate governance in Russia*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=480702> (25.02.2010).

- Morck, R.** (2005) *History of corporate governance around the world*, NBER.
- Morck, R.** (2009) *The riddle of the great pyramids*. NBER Working Paper no 14858.
- Perkins, S., Morck, R., Young, B.** (2008) *Innocents abroad: The hazards of international joint ventures with pyramidal group firms*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1097265> (25.02.2010).
- Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies*. Dostępny na: <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4001948/n4002045/n4002240/4075259.html> (01.03.2010).
- Rama Varma, J.** (1997) *Corporate Governance in India: Disciplining the Dominant Shareholder*. Bangalore: Indian Institute of Management, 9(4), s. 5–18.
- Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance*. Dostępny na: <http://www.sebi.gov.in/commreport/corpgov.html> (01.03.2010).
- Report of the SEBI Committee on Corporate Governance* (2003). Dostępny na: <http://www.nfcgindia.org/library/narayanamurthy2003.pdf>
- Rocks, D.** (2009) *Indian Corporate Governance: Substandard, But Better Than Most Emerging Markets*. Dostępny na: http://www.businessweek.com/globalbiz/blog/eyeonasia/archives/2009/01/indian_corporat.html (01.03.2010).
- Rogers, P., Dami, A., Ribeiro, K, Sousa, A.** (2006) *Corporate governance and ownership structure in Brazil: Causes and consequences*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=976198> (25.02.2010).
- Springer, C.** (2001) *Ownership and corporate governance in Russian industry: A survey*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=333705> (25.02.2010).
- Tovar, C., Quispe-Agnoli, M.** (2008) *New financing trends in Latin America: w New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability*. Bank of International Settlements, Working Paper, no. 36. Dostępny na: www.ssrn.com/abstract=1191022 (25.02.2010).
- Waknis, S.** (2007) *Corporate governance: The Tata way*. *The Icfai Journal of International Business*, 6, s.46–57.
- Xi, Ch.** (2006) *In search of an effective monitoring board model: Board reforms and the political economy of corporate law in China*. *Connecticut Journal of International Law*, 22.