

AGATA ADAMSKA

SYSTEMY NADZORU KORPORACYJNEGO NA ŚWIECIE – TENDENCJE ZMIAN

WSTĘP

Systemy nadzoru korporacyjnego odgrywają istotną rolę w rozwoju rynków kapitałowych¹ i wzroście gospodarczym krajów², dlatego ich kształt budzi żywe zainteresowanie. Wśród badaczy tych systemów panuje zgodność w dwóch kwestiach – po pierwsze, istnieje wiele zróżnicowanych systemów *corporate governance*, po drugie, systemy te podlegają zmianom. Prezentowane są jednak rozbieżne opinie co do tego, czy zmiany te prowadzą w kierunku jednego systemu, zunifikowanego w skali globalnej, czy też pozwolą na zachowanie swoistego charakteru systemów istniejących w poszczególnych krajach. Zwolennicy obydwu stanowisk przedstawiają przekonujące argumenty warte głębszej refleksji. Dyskusja nasila się po kolejnych falach kryzysów bądź skandali korporacyjnych, kiedy występuje pilna potrzeba przywrócenia zaufania inwestorów, oczekujących od biznesu transparentności, uczciwości i odpowiedzialności³.

KLASYFIKACJE SYSTEMÓW NADZORU KORPORACYJNEGO

Poszczególne państwa, ze względu na specyficzne uwarunkowania prawne, strukturę własności korporacji oraz system finansowy, mają unikalne zestawy zasad

¹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal determinants of external finance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, No. 3.

² V. Levine, *Law, finance, and economic growth*, „Journal of Financial Intermediation” 1999, vol. 8, No. 1–2.

³ McKinsey & Co., *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, 2000, <http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>

*corporate governance*⁴. Zróżnicowania są na tyle duże, że w wielu przypadkach można wręcz mówić o „narodowych systemach nadzoru korporacyjnego”⁵. Jednak, ze względu na pewne podobieństwa, krajowe systemy nadzoru korporacyjnego można też pogrupować w szersze kategorie.

Jedną z najczęściej stosowanych klasyfikacji systemów *corporate governance* jest podział na systemy otwarte (outsiderskie) i zamknięte (insiderskie)⁶. Różnią się one strukturą własności i kontroli spółek – w systemie zamkniętym własność i kontrola skoncentrowane są w rękach jednego, dominującego akcjonariusza; w systemie otwartym natomiast własność jest rozproszona, kontrolę operacyjną sprawuje zarząd, a strategiczną rynki (m.in. rynek przejęć, rynek pracy menedżerów czy nawet rynki produktów). Te dwa modele są modelami skrajnymi – w większości krajów występuje system będący ich mieszańką⁷.

Kryterium klasyfikacji systemów nadzoru korporacyjnego bywa również podejście do celu przedsiębiorstwa. W takim ujęciu wyróżnia się modele zorientowane na kreowanie wartości dla akcjonariuszy lub nastawione na zaspokajanie oczekiwań szerszej grupy interesariuszy⁸. Pojawiają się również opinie, że podejścia te nie wykluczają się wzajemnie, jako że nie można budować wartości dla akcjonariuszy w dłuższym okresie z pominięciem interesów pozostałych grup interesariuszy⁹.

Kolejnym kryterium podziału może być charakter podmiotu w największym stopniu oddziałującego na spółkę. Kryterium to pozwala na wyodrębnienie modeli zorientowanych na: menedżerów (rozpowszechniony w USA), pracowników (występujący w Niemczech), państwo (charakterystyczny dla spółek we Francji i Japonii) oraz szeroko pojętych interesariuszy (popularny w Wielkiej Brytanii)¹⁰.

Inny podział systemów *corporate governance* bazuje na kryterium roli rynków finansowych. W ramach tego podziału wyróżnia się system zorientowany na ban-

⁴ M. Davies, B. Schlitzer, *The impracticality of an international “one size fits all” corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal” 2008, vol.23, No. 6.

⁵ J. Jeżak, *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 45.

⁶ J. Szomburg, P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Corporate governance dla rozwoju Polski*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001, s. 5.

⁷ J. Solomon, A. Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester 2004, s. 157.

⁸ Por. np. C. Mesjasz, *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.

⁹ Por. np. S. Titman, *The effect of Capital Structure on a Firm’s Liquidation Decision*, „Journal of Financial Economics”, 1984, vol. 13, No. 1.

¹⁰ H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, „Georgetown Law Journal” 2001, vol. 89.

ki – w takim systemie rola rynków finansowych jest mniejsza – i system zorientowany rynkowo¹¹. W systemie zorientowanym na banki, dominującym w Japonii i Niemczech, to banki odgrywają kluczową rolę w finansowaniu spółek, mobilizowaniu środków i ich alokacji, dbaniu o zarządzanie ryzykiem oraz dostarczaniu usług związanych z utrzymywaniem płynności. Ponadto banki sprawują kontrolę nad spółkami zarówno jako bezpośredni właściciele, jak i pełnomocnicy innych akcjonariuszy. W systemie zorientowanym rynkowo rola banków nie jest tak istotna. W tym systemie rolę wiodącego dostarczyciela kapitału odgrywa rynek finansowy, który pełni również funkcję kontrolną¹².

Bardziej szczegółowe klasyfikacje odwołują się do bardziej złożonych kryteriów. W ramach jednej z takich klasyfikacji wyodrębniono cztery modele systemów nadzoru korporacyjnego w podziale na dwie grupy: systemy zorientowane rynkowo (model anglosaski) i systemy zorientowane sieciowo (modele germański, łańcuchowy oraz japoński)¹³. W kryteriach wyodrębniania tych czterech modeli wzięto pod uwagę m.in. koncepcję samego przedsiębiorstwa, znaczenie rynku akcji w gospodarce krajowej, aktywność rynku kontroli nad spółkami, koncentrację własności spółek publicznych oraz typy podmiotów będących dominującymi akcjonariuszami, a także czynniki wewnętrzne związane z organizacją spółki, np. formę organów statutowych czy uzależnienie wynagrodzenia zarządu od wyników przedsiębiorstwa.

Innym przykładem takiej szczegółowej klasyfikacji, opartej na złożonych kryteriach, jest klasyfikacja, w której odwołano się do tradycji prawnych. Pozwoliło to na stworzenie klasyfikacji obejmującej modele: francuski (który oprócz Francji obserwowany jest m.in. w Hiszpanii i Portugalii, Grecji, Argentynie, Egipcie, Indonezji i Meksyku), germański (oprócz Niemiec występuje m.in. w Austrii, Szwajcarii, Japonii i Korei Południowej), skandynawski (charakterystyczny dla Danii, Finlandii, Norwegii i Szwecji) i angielski (oprócz Wielkiej Brytanii i USA pojawia się w takich krajach, jak: Kanada, Australia, Irlandia, Izrael, Indie, Pakistan, Tajlandia, Nigeria czy Zimbabwe)¹⁴.

Nawet w obrębie jednoczącej się gospodarczo Europy wyróżnia się przynajmniej dwa główne typy systemów nadzoru właścicielskiego: system anglosaski i kontynentalny¹⁵. Różnice między nimi występują przede wszystkim w nastę-

¹¹ A.S. Reid, *The internationalisation of corporate governance codes of conduct*, „Business Law Review” 2003, vol. 91, No. 5.

¹² L. Cernat, *The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?*, „Journal of European Public Policy” 2004, vol. 13, No. 1.

¹³ J. Weimer, J.C. Pape, *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review” 1999, vol. 7, No. 2.

¹⁴ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, No. 6.

¹⁵ L. Cernat, op. cit.

pujących obszarach: związanym z pracownikami (np. siła związków zawodowych, elastyczność rynku pracy) i związanym z kapitałem (struktura własności, rola rynku kontroli nad spółkami)¹⁶.

Analiza przytoczonych klasyfikacji wskazuje na istotne zróżnicowanie występujących systemów. W kontekście zmian zachodzących w tych systemach w skali globalnej interesujące wydaje się pytanie o obszary, w których różnice musiałyby być usunięte, aby można było mówić o ujednocnieniu się systemów.

GLÓWNE OBSZARY WYSTĘPOWANIA ROZBIEŻNOŚCI MIĘDZY RÓŻNYMI SYSTEMAMI NADZORU KORPORACYJNEGO

Wprawdzie można się spotkać w literaturze z opinią, że różnice występujące między krajowymi systemami nadzoru korporacyjnego czy ich grupami nie dotyczą podstawowych zasad, ale sposobu ich implementacji¹⁷, jednak przedstawiony przegląd różnych systemów wydaje się sugerować, że jest to podejście nieco zbyt uproszczone.

Zróżnicowanie systemów nadzoru korporacyjnego związane jest z szeregiem historycznie ukształtowanych uwarunkowań. Jako przyczyny fundamentalne można wymienić różne wzorce własności spółek publicznych, odmienne spojrzenie na rolę przedsiębiorstwa, inne normy kulturowe i społeczne oraz priorytety socjo-polityczne¹⁸.

Z tych podstawowych rozbieżności wynika różny sposób definiowania podstawowych problemów, w których rozwiązaniu ma pomóc system nadzoru korporacyjnego. W jednych systemach za kluczowy problem uważana jest asymetria informacyjna między zarządem a akcjonariuszami i związane się z nią ryzyko nadużycia oraz negatywna selekcja, w innych zaś głównym problemem wydaje się nadużycie kontroli przez akcjonariuszy dominujących¹⁹.

Różnice w podejściu powodują z kolei różny zakres i szczegółowość norm *corporate governance*, w szczególności dotyczących kontroli nad spółką. W większości systemów w mniejszym lub większym stopniu odbywa się ona przez rynek kapitałowy (kontrola zewnętrzna) oraz przez Radę Nadzorczą lub niezarządzają-

¹⁶ M. Rhodes, B. van Apeldoorn, *Capitalism versus capitalism in Western Europe*, [w:] *Developments in Western European Politics*, red. M. Rhodes, P. Heywood, V. Wright, St. Martin's Press, New York 1997.

¹⁷ G. Ugeux, *Towards global convergence in corporate governance: An assessment of the current situation*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2004, vol. 1, No. 4.

¹⁸ G. J. Rossouw, *The ethics of corporate governance. Global convergence or divergence?*, „Internal Journal of Law and Management” 2009, vol. 51, No. 1.

¹⁹ T. Lazarides, E. Drimpetas, *Corporate governance regulatory convergence: a remedy for the wrong problem*, „International Journal of Law and Management” 2010, vol. 52, No. 3.

cych dyrektorów Rady Dyrektorów (kontrola wewnętrzna). Poniżej przedstawiono główne obszary mieszczące się w ramach kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, w których występują istotne różnice między poszczególnymi systemami nadzoru korporacyjnego.

Różnice w kontroli nad spółką poprzez rynek kapitałowy dotyczą nie tylko znaczenia rynku przejęć, ale również dopuszczalności i zasad stosowania mechanizmów wzmocnienia kontroli sprawowanej przez właścicieli. Różne rozwiązania w tym zakresie obejmują m.in.:

- możliwość emisji akcji uprzywilejowanych co do głosu,
- możliwość emisji akcji niemych,
- istnienie limitów dotyczących wielkości udziałów w spółkach publicznych,
- występowanie ograniczeń wykonywania prawa głosu,
- wymagania dotyczące kwalifikowanej większości głosów do podjęcia szczególnych decyzji,
- dopuszczalność krzyżowych powiązań własności spółek (*cross-holding*)²⁰.

Różnice w zakresie kontroli wewnętrznej dotyczą:

- struktury rady (system monistyczny vs. dualistyczny),
- udziału dyrektorów niezarządzających w radzie dyrektorów,
- kryteriów niezależności dyrektorów,
- dopuszczalności łączenia funkcji CEO i przewodniczącego rady w systemie monistycznym,
- wyspecjalizowanych komitetów (zasad powoływania, składu, zakresu działania, odpowiedzialności),
- zasad wynagradzania członków rady²¹.

Rozległość obszarów, w których widoczne są rozbieżności między poszczególnymi systemami nadzoru korporacyjnego, nawet nie wchodząc w szczególności różnic występujących między tymi systemami, obrazuje skalę problemów, jakie musiałyby zostać przezwyciężone w drodze do ewentualnej konwergencji tych systemów. Pojawia się zatem pytanie, czy kierunek dotychczasowych zmian i charakter czynników je wywołujących wskazują na możliwość przezwyciężenia istniejących problemów.

²⁰ *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

²¹ G. Ugeux, op. cit.

CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA KIERUNEK I TEMPO ZMIAN SYSTEMÓW NADZORU KORPORACYJNEGO

Przedstawione wcześniej klasyfikacje systemów nadzoru korporacyjnego uwzględniają rozwiązania archetypowe, modelowe. Jednak nie są one statyczne, ale dynamiczne²². Czynniki wpływające na zmiany zachodzące w systemach *corporate governance* są różnorodne. Niektóre z nich mają charakter długofalowy, inne oddziałują incydentalnie. Najczęściej wskazuje się na globalizację. Jednak znaczenie globalizacji jako czynnika wywołującego zmiany też bywa podważane. Zwraca się uwagę, że nie jest ona stałym trendem, ale fragmentarycznym, nieciągłym i pełnym sprzeczności procesem²³, który wywołuje różne skutki w różnych regionach świata.

Bardziej szczegółowe ujęcie procesów globalizacji jako przyczyny zmian w systemach nadzoru korporacyjnego dotyczy globalizacji rynków kapitałowych. Istotne w tym kontekście procesy to umiędzynarodowienie akcjonariatu spółek m.in. przez międzynarodowe przejęcia, również w ramach prywatyzacji, wzrost aktywności inwestorów oraz wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych²⁴. Jednak wpływ inwestorów instytucjonalnych na monitorowanie działań zarządów oraz podnoszenie jakości standardów *corporate governance* bywa podważany²⁵.

Kolejnym czynnikiem oddziałującym na dość szybkie zmiany w obszarze systemów nadzoru korporacyjnego są występujące co pewien czas kryzysy zaufania, wywoływane skandalami związanymi z nadużyciami w spółkach i naruszaniem przez nie, bądź ich zarządy, norm prawnych i standardów etycznych. Przykładowo, afery Enronu, WorldComu itp. z początku XXI wieku spowodowały dość radykalne i szybkie zmiany w rozwiązaniach z zakresu *corporate governance* na całym świecie. W Stanach Zjednoczonych w 2002 r. uchwalono Sarbanes-Oxley Act oraz wprowadzono nowe standardy dla spółek notowanych na NYSE. W tym samym roku zmieniono też regulacje prawne w Niemczech oraz Japonii, a w 2003 r. w Wielkiej Brytanii i Francji²⁶.

Poza wymienionymi czynnikami zmian, które odgrywają rolę w kształtowaniu systemów nadzoru korporacyjnego na całym świecie, są też czynniki mające znaczenie w skali lokalnej. Można je podzielić na czynniki prawne, instytucjo-

²² T. Lazarides, E. Drimpetas, op. cit.

²³ M.F. Guillén, *Is Globalization Civilizing, Destructive or Feeble? A Critique of Five Key Debates in the Social Science Literature*, „Annual Review of Sociology” 2001, vol. 27.

²⁴ M. Useem, *Corporate Leadership in a Globalizing Equity Market*, „Academy of Management Executive” 1998, vol. 12, No. 4.

²⁵ Por. np. M. Faccio, M.A. Lasfer, *Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?*, „Journal of Corporate Finance” 2000, vol. 6, No. 1, czy J.C. Coffee, *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, „Columbia Law Review” 1991, vol. 91.

²⁶ G. Ugeux, op. cit.

nalne oraz polityczne²⁷. Oddziaływanie na systemy *corporate governance* różnych czynników, zarówno tych o charakterze międzynarodowym, jak i tych lokalnych prowadzi do zmian, które nie zmierzają jednak w jednym kierunku. Oznacza to, że poszczególne systemy mogą podlegać wpływom powodującym zarówno ich harmonizację, jak i dalsze różnicowanie.

KONWERGENCJA CZY DYWERGENCJA?

Ożywiona dyskusja dotycząca tendencji zmian w ramach systemów *corporate governance* nie doprowadziła dotąd do sformułowania jednoznacznych konkluzji. Brakuje zgody co do tego, czy, i ewentualnie w jaki sposób, miałyby przebiegać ujednolicanie tych systemów, jaki miałyby być model docelowy, które czynniki będą miały decydujący wpływ na kierunek zmian. Jedni badacze uważają, że standaryzacja ponad granicami jest nieuchronną konsekwencją internacjonalizacji rynków finansowych i towarowych²⁸, inni wskazują, że harmonizacja będzie spowalniana przez różnice kulturowe, polityczne i prawne między państwami²⁹, jeszcze inni uznają, że pomimo zmian zbliżających stosowane w poszczególnych krajach rozwiązania systemy *corporate governance* pozostaną nadal odrębne³⁰. Są też prezentowane skrajne opinie, które w ogóle podważają możliwość wystąpienia konwergencji³¹.

Kolejny nurt dyskusji dotyczy kształtu modelu docelowego, do którego miałyby zbliżać się systemy nadzoru korporacyjnego poszczególnych państw. Można znaleźć wiele opinii wskazujących, że wzorcem powinien być model anglosaski³². Za przyjęciem tego otwartego modelu jako docelowego, do którego powinny zmierzać systemy innych krajów przemawia, zdaniem niektórych, istniejąca w nim silna ochrona praw akcjonariuszy oraz duża przejrzystość spółek³³. Co więcej, w wielu transformujących się krajach rzeczywiście przyjmuje się rozwiązania wzorowane na amerykańskich, nawet mimo braku instytucjonalnej infrastruktury

²⁷ M.F. Guillén, *Corporate governance and globalization: Arguments and evidence against convergence*, [w:] *Theories of corporate governance. The philosophical foundations of corporate governance*, red. T. Clarke, Routledge, London, New York 2004, s. 223–242.

²⁸ H. Hansmann, R. Kraakman, op. cit.

²⁹ L.A. Bebchuk, M.J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, „Stanford Law Review” 1999, vol. 52, No. 1.

³⁰ T. Lazarides, E. Drimpetas, op. cit.

³¹ M.F. Guillén, *Corporate governance and globalization*.

³² K.Y. Testy, *Commentary: Convergence as Movement: Toward a Counter-Hegemonic Approach to Corporate Governance*, „Law & Policy” 2002, vol. 24, No. 4.

³³ D.K. Denis, J.J. McDonnell, *International Corporate Governance*, Finance Working Paper, No. 05/2003, ECGI, Brussels 2003.

mogącej wesprzeć funkcjonowanie takiego systemu³⁴. Z drugiej strony, sam model anglosaski jest krytykowany. Krytyka dotyczy m.in. tego, że w istocie nie zapewnia on ochrony praw akcjonariuszy przed innymi podmiotami³⁵. Podważany bywa też prymat akcjonariuszy nad innymi interesariuszami³⁶.

Niezależnie od oceny jakości anglosaskiego modelu systemu nadzoru korporacyjnego, przeważają opinie, że wprawdzie konwergencja różnych systemów jest faktem, ale polega ona na ich zbliżaniu się do siebie, a nie na transformacji wszystkich systemów w jeden dominujący. Podejście przyjmujące, że jeden model miałby być dobry dla wszystkich, jest nawet uznawane za nierealistyczne, jako że „obce praktyki nie mogą być transplantowane ani narzucane”³⁷.

Dyskusja dotyczy także doboru metod wiodących ku większej harmonizacji systemów nadzoru korporacyjnego. Jedni opowiadają się za ustanawianiem norm prawnych³⁸, inni optują za „miękkimi” regulacjami obejmującymi standardy i wytyczne³⁹. Badacze różnią się także w ocenie zachodzących zmian. Niektórzy uważają, że konwergencja jest już faktem i odbywa się na poziomie ideologicznego konsensusu i ujednoczenia praktyk, a odpowiadające im zmiany prawa wprowadzane są z opóźnieniem ze względu na przewlekły proces legislacyjny⁴⁰. Inni uznają z kolei, że konwergencja odbywa się na poziomie wprowadzanych norm prawnych, ale już nie ich faktycznego stosowania, ze względu na fundamentalne różnice występujące między poszczególnymi krajami, dotyczące np. systemów prawnych czy struktur własności spółek⁴¹.

ZAKOŃCZENIE

Postępująca globalizacja rynków finansowych sprawia, że zmiany systemów *corporate governance* zmierzające w stronę ich ujednoczenia wydają się nieuniknione. Z drugiej strony oczekiwanie, że powstanie jeden zadowolający uczestników rynku model, który będzie implementowany we wszystkich krajach, jest niere-

³⁴ J.C. Coffee, *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*, „Journal of Corporate Law” 1999, vol. 25, No. 1

³⁵ L.I. Rotman, *Debunking the „End of History” Thesis for Corporate Law*, „Boston College International & Comparative Law Review” 2010, vol. 33, No. 2.

³⁶ K. Greenfield, *September 11th and the End of History for Corporate Law*, „Tulane Law Review” 2002, vol. 76, No. 5–6.

³⁷ R.A.G. Monks, N. Minow, *Corporate Governance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2004, s. 252.

³⁸ H. Hansmann, R. Kraakman, op. cit.

³⁹ D.M. Branson, *Teaching Comparative Corporate Governance. The Significance of „Soft Law” and International Institutions*, „Georgia Law Review” 2000, vol. 34.

⁴⁰ H. Hansmann, R. Kraakman, op. cit.

⁴¹ T. Lazarides, E. Drimpetas, op. cit.

alistyczne. Nie oznacza to jednak braku możliwości harmonizowania rozwiązań obowiązujących w różnych systemach i podejmowania na tym polu współpracy. Tak, jak zróżnicowanie poszczególnych państw pod innymi względami, np. ustrojów politycznych i ekonomicznych, systemów prawnych, w tym podatkowych i prawa pracy, zwyczajów handlowych, nie uniemożliwia kooperacji w obszarze produkcji, handlu czy usług, tak i zróżnicowanie pod względem systemów nadzoru korporacyjnego nie powinno w istotny sposób ograniczać współpracy. Kierunki międzynarodowych ustaleń w zakresie *corporate governance* powinny zmierzać zatem raczej w stronę wypracowania ogólnych zasad, które byłyby jednolite i leżały u podstawy wprowadzanych lokalnie rozwiązań. Sposób implementacji tych zasad powinien być jednak pozostawiony uznaniu lokalnych rynków, tak aby przyjmowane rozwiązania były dobrze dopasowane do ich specyfiki i pozwalały na skuteczną egzekucję wypracowanych w skali międzynarodowej zasad. Możliwa jest również droga stopniowej harmonizacji systemów. Krokiem w tym kierunku mogłaby być próba wypracowania wspólnych rozwiązań w ujęciu regionalnym, w ramach grup państw o najbardziej zbliżonych systemach *corporate governance*. Kolejnym krokiem byłoby poszukiwanie elementów łączących poszczególne systemy regionalne. W tym ujęciu poszukiwanie uniwersalnych zasad miałoby charakter stopniowy.

BIBLIOGRAFIA

- Bebchuk L.A., Roe M.J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, „Stanford Law Review” 1999, vol. 52, No. 1.
- Branson D. M., *Teaching Comparative Corporate Governance. The Significance of „Soft Law” and International Institutions*, „Georgia Law Review” 2000, vol. 34.
- Cernat, L., *The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?*, „Journal of European Public Policy” 2004, vol. 13, No. 1.
- Coffee J.C., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, „Columbia Law Review” 1991, vol. 91.
- Coffee J.C., *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*, „Journal of Corporate Law” 1999, vol. 25, No. 1.
- Davies M., Schlitzer B., *The impracticality of an international “one size fits all” corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal” 2008, vol. 23, No. 6
- Denis D.K., McDonell J.J., *International Corporate Governance*, Finance Working Paper, No. 05/2003, ECGI, Brussels 2003.
- Faccio M., Lasfer M.A., *Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?*, „Journal of Corporate Finance” 2000, vol. 6, No. 1.
- Greenfield K., *September 11th and the End of History for Corporate Law*, „Tulane Law Review” 2002, vol. 76, No. 5–6.

- Guillén M.F., *Corporate governance and globalization: Arguments and evidence against convergence*, [w:] *Theories of corporate governance. The philosophical foundations of corporate governance*, red. T. Clarke, Routledge, London, New York 2004, s. 223–242.
- Guillén M.F., *Is Globalization Civilizing, Destructive or Feeble? A Critique of Five Key Debates in the Social Science Literature*, „Annual Review of Sociology” 2001, vol. 27.
- Hansmann H., Kraakman R., *The End of History for Corporate Law*, „Georgetown Law Journal” 2001, vol. 89.
- Jezak J., *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich* [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 45.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Vishny, R.W., *Legal determinants of external finance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, No. 3.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, No. 6.
- Lazarides T., Drimpetas E., *Corporate governance regulatory convergence: a remedy for the wrong problem*, „International Journal of Law and Management” 2010, vol. 52, No. 3.
- Levine V., *Law, finance, and economic growth*, „Journal of Financial Intermediation” 1999, vol. 8, No. 1–2.
- McKinsey & Co., *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, 2000, <http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>.
- Mesjasz C., *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Monks R.A.G., Minow N., *Corporate Governance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2004, s. 252.
- Reid A.S., *The internationalisation of corporate governance codes of conduct*, „Business Law Review” 2003, vol. 91, No. 5.
- Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.
- Rhodes M., van Apeldoorn B., *Capitalism versus capitalism in Western Europe*, [w:] *Developments in Western European Politics*, red. M. Rhodes, P. Heywood, V. Wright, St. Martin's Press, Nowy York 1997.
- Rossouw G.J., *The etics of corporate governance. Global convergence or divergence?*, „Internal Journal of Law and Management” 2009, vol. 51, No. 1.
- Rotman L.I., *Debunking the „End of History” Thesis for Corporate Law*, „Boston College International & Comparative Law Review” 2010, vol. 33, No. 2.
- Solomon, J., Solomon, A., *Corporate Governance and Accountability*, Jonh Wiley & Sons, Chichester 2004, s. 157.
- Szomburg J., Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Corporate governance dla rozwoju Polski*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001, s. 5.
- Testy K.Y., *Commentary: Convergence as Movement: Toward a Counter-Hegemonic Approach to Corporate Governance*, „Law & Policy” 2002, vol. 24, No. 4.

- Titman S., *The effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13, No. 1.
- Ugeux G., *Towards global convergence in corporate governance: An assessment of the current situation*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2004, vol. 1, No. 4.
- Useem M., *Corporate Leadership in a Globalizing Equity Market*, „Academy of Management Executive” 1998, vol. 12, No. 4.
- Weimer J., Pape J.C., *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review” 1999, vol. 7, No. 2.

TENDENCIES IN THE WORLD'S CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS

SUMMARY

The article deals with issues of diversity of corporate governance systems in various countries and changes taking place in these systems. Examples of classifications of corporate governance systems are mentioned, and the main areas in which differences between these systems occur are presented. An analysis of factors influencing the direction and extent of changes in *corporate governance* systems has made it possible to outline a broader background for discussion on the possibility of convergence of corporate governance systems on a global scale.

