Magdalena Jerzemowska*

Modernizacja czy amerykanizacja japońskiego nadzoru korporacyjnego – zarys problemu

Wstęp

Stany Zjednoczone odgrywają istotną rolę w historii Japonii, i to nie tylko w historii gospodarczej. W połowie XIX wieku Amerykanie wymusili zakończenie trwającej 250 lat izolacji i otwarcie się na świat Kraju Kwitnącej Wiśni. Ich osiągnięcia, szczególnie na polu techniki i gospodarki, stanowiły dla Japończyków źródło wiedzy i wzorce do naśladowania przez dekady szybkiego nadrabiania zaległości cywilizacyjnych. Druga wojna światowa i jej konsekwencje odcisnęły poważne piętno na gospodarce i kulturze japońskiej, a w okresie tzw. okupacji amerykańskiej Japonia zmuszona została do dokonania poważnych zmian w systemie legislacyjnym na wzór rozwiązań amerykańskich [Jerzemowska i inni, 2015, s. 123–131]. W latach 80. XX wieku, po latach rozkwitu gospodarki japońskiej i konkurowania z potęgami światowymi, Stany Zjednoczone wymusiły włączenie się Japonii, która w zasadzie realizowała politykę izolacjonizmu, do procesu globalizacji i nurtu międzynarodowych reform (Plaza Agreement, 1985). W latach 90. XX wieku Japonia znalazła się w głębokim kryzysie finansowym (*bubble economy*). W podejmowanych próbach sanacji gospodarki implementowano doświadczenia amerykańskie, które były użyteczne dla deregulacji oraz przekształcania systemu biurokratycznego zarządzania gospodarką w system gospodarki rynkowej, a także dla wymuszenia zmian modelu społecznego ukształtowanego w okresie wojennym [Yamada, 2000]. Sanacja gospodarki, jej urynkowienie i internacjonalizacja warunkowane były również poważnymi reformami w zakresie nadzoru korporacyjnego. W ostatnich dekadach to właśnie Stany Zjednoczone wywierają największy wpływ na kształtowanie i rozwój japońskiego nadzoru korporacyjnego.

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy amerykanizacja japońskiego nadzoru korporacyjnego jest finałem działań, czy tylko etapem w procesie modernizacji i rozwoju Japonii dokonywanej przy wykorzystaniu najlepszych wzorców w tym zakresie. Metodą zastosowaną dla realizacji tego zamierzenia badawczego jest analiza porównawcza adekwatnych pozycji bibliograficznych i aktów prawnych.

* Prof. dr hab., Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, magdalena.jerzemowska@ug.edu.pl

1. Wpływ Stanów Zjednoczonych na japoński nadzór korporacyjny w latach 1868–1997

Japonia należy do grona krajów rozwijających kontynentalny model nadzoru korporacyjnego. Został on przyjęty w drugiej połowie XIX wieku, kiedy to Kraj Kwitnącej Wiśni rozpoczął modernizację, czerpiąc i adaptując do własnych potrzeb wzorce czerpane z najlepiej rozwiniętych gospodarek i systemów. Na przykład prawo spółek i bankowe przejęte zostały z Niemiec, zaś prawo regulujące giełdę z Brukseli [Kanda, 1996, s. 937].

Japoński model *corporate governance* ulegał istotnym zmianom na przestrzeni lat. Najczęściej jego ewolucja omawiana jest w podziale na epoki, które wyznaczane są okresem panowania poszczególnych cesarzy. Analizowany okres, czyli lata od połowy XIX wieku do dziś, dzieli się na cztery takie epoki, a mianowicie *Meiji*, *Taisho*, *Showa* i trwającą obecnie *Haisai.* Można też etapy rozwoju gospodarki i nadzoru korporacyjnego podzielić na okres industrializacji i unowocześniania Japonii, okres wojenny cechujący się militaryzacją gospodarki, okres sukcesów po okupacji amerykańskiej (system *main bank*), okres kryzysów oraz trwający nadal okres sanacji gospodarki. Jednakże z punktu widzenia realizacji celu artykułu zasadne jest rozpatrywanie kształtowania nadzoru korporacyjnego w podziale na dwa odcinki czasowe, a mianowicie do 1997 r. oraz po 1997 r. Cezurą jest ogłoszenie przez rząd reformy Big Bang.

Pierwszy z wymienionych okresów, trwający do 1997 r., obejmuje prawie 150 lat i trzy pełne epoki oraz pierwszą dekadę epoki *Haisai*. Nadzór korporacyjny epoki *Meiji* (1868–1912), a także *Taisho* (1912–1926) charakteryzowały następujące cechy: istotne znaczenie rynku kapitałowego i duża jego płynność, sporadyczna krzyżowa własność akcji, rosnące znaczenie banków, silna rada dyrektorów zorientowana na akcjonariuszy. Wypłacano wysokie dywidendy, których wysokość zależała od wygospodarowanych przez spółki zysków. Menedżerowie wybierani byli spośród głównych pracowników spółki, a ich wynagrodzenie uzależnione było od zysków, które wypracowywali. Występowała duża rotacja pracowników. Nadzór nad przedsiębiorstwem sprawował audytor wewnętrzny. Ważne obszary gospodarki opanowało dziewięć firm rodzinnych (*zaibatsu*)[1], które tworzyły holdingi. W przedsiębiorstwach niebędących *zaibatsu* główni akcjonariusze zasiadali w radzie dyrektorów. Ówczesny system finansowy był podobny do systemu amerykańskiego, charakteryzującego się dużą rolą rynku kapitałowego, ukierunkowaniem na maksymalizację zwrotu akcjonariuszy i dochodów menedżerów oraz angażowaniem dyrektorów zewnętrznych

[1] Były to Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Yasuda, Furukawa, Nissan, Okura, Nomura, and Asano.

[Dore, 2000, s. 32–33]. Okres ten nazywany jest również okresem klasycznej własności akcji [Shishido, 2001, s. 657].

W epoce *Showa* (1926–1989), szczególnie w jej pierwszym okresie, nazywanym „okresem wojny piętnastoletniej", nadzór korporacyjny uległ dużym zmianom, implikowanym ekspansjonistyczną polityką rządu. Istotnie zwiększyła się siła *zaibatsu* i zarządzających nimi, ponieważ ich działalność nabrała charakteru paramilitarnego na skutek pozyskiwania i realizacji wojennych zamówień rządowych. Banki stały się odpowiedzialne za finansowanie ich produkcji. Spowodowało to wykształcenie się silnych relacji pomiędzy tymi podmiotami (*bank centered financing*), podbudowanych odpowiednią ideologią i tradycją japońską. Interes akcjonariuszy stał się mało istotny, pozycja banków bardzo się umocniła, zaczęły one pomagać kooperującym z nimi przedsiębiorstwom w rozwiązywaniu problemów finansowych, nadzorować ich gospodarkę, coraz częściej umieszczając swoich przedstawicieli w radach dyrektorów. Banki przejmować zaczęły też funkcje audytorów wewnętrznych. Wzrosła także rola menedżerów i pracowników przedsiębiorstw. [Hoshi, Kashyap, 2001, s. 6]. Doprowadziło to do ukształtowania się specyficznego japońskiego modelu nadzoru korporacyjnego.

W drugim okresie *Showa* (1945–1951), nazywanym „okupacją amerykańską", Japonia znajdowała się w bardzo trudnej sytuacji. Przegrana wojna spowodowała ogromne straty ludzkie, materialne i ideologiczne (etos *bushido*). Amerykanie dążyli do złamania militaryzmu japońskiego. Oprócz nałożenia kontrybucji podjęli działania zmierzające do likwidacji *zaibatsu*, zwolniona została kadra zarządzająca najwyższego szczebla tych przedsiębiorstw, wprowadzono zakaz tworzenia holdingów (zniesiony w 1998 r.), następowała rewitalizacja rynku kapitałowego i obrotu papierami wartościowymi. W 1949 r. zniesiony został zakaz krzyżowej własności akcji, co zapobiegało wrogim przejęciom spółek, wprowadzono kontrolę inwestycji zagranicznych, racjonowanie kapitału, następowało umacnianie związku pomiędzy bankami i przedsiębiorstwami, a także rosło znaczenie banków w odbudowie i rozwoju gospodarki japońskiej. Działania te prowadziły do wzrostu centralizacji gospodarki. Duży wpływ na system finansowy, prawny i edukację wywierać zaczęły narzucane regulacje amerykańskie, wprowadzające nowe, niekiedy niezrozumiałe dla Japończyków rozwiązania w tych obszarach. Można przyjąć, że lata 1937–1951 to początek formowania się klasycznego modelu japońskiego, a okres okupacji amerykańskiej to czas bezpośredniego oddziaływania Amerykanów na kształtowanie regulacji prawnych oraz nadzoru korporacyjnego w Japonii.

Okres okupacji amerykańskiej zakończył się na początku lat 50., rozpoczynając trzeci podokres epoki *Showa*, obejmujący lata 1952–1989. Dzięki pomocy USA (plan Dodge'a, 1949) i determinacji rządzących Japonia weszła na drogę szybkiego wzrostu gospodarczego i zaczęła odzyskiwać wysoką pozycję na arenie międzynarodowej, realizując interwencjonistyczną politykę gospodarczą. Do lat 70. rozwinęła specyficzny system nazywany *main bank* lub *keiretsu*, który charakteryzował się krzyżową własnością akcji, aktywnym udziałem banków w nadzorze nad przedsiębiorstwami i ich sanacji, rozwojem *keiretsu*. Rady dyrektorów dużych przedsiębiorstw składały się z dyrektorów wewnętrznych, przedstawicieli banku głównego oraz byłych pracowników rządu. Cechą specyficzną banków w systemie konwojowania [Teranishi, 2005, s. 234] było to, że były one źródłem kapitału, właścicielem i ważnym uczestnikiem procesu podejmowania decyzji oraz dywersyfikacji ryzyka korporacji [Okabe, 2009]. Według T. Hoshiego ówczesny japoński system nadzoru korporacyjnego charakteryzowały stabilność akcjonariatu i krzyżowe posiadanie akcji (akcjonariusze, wierzyciele, dostawcy i klienci) stanowiące zabezpieczenie przed wrogimi przejęciami, kontrola kredytowania, angażowanie się banków w zarządzanie spółkami, interwencjonizm państwa nieposiadającego akcji spółek [Hoshi, 1998, s. 861–863]. Cechą wyróżniająca ten model jest również duży wpływ pracowników na zarządzanie przedsiębiorstwem, koncentracja menedżerów na pracownikach korporacji, odgrywających poważną rolę w *keiretsu*. Polityka ta realizowana jest poprzez zatrudnianie na całe życie (*lifetime employment*), wynagrodzenia oparte na starszeństwie (*seniority-based pay*) i korporacyjne związki zawodowe [Hattori, Maeda, 2000]. Do jego wad można zaliczyć brak nadzoru zewnętrznego, koncentrację na maksymalizacji interesów interesariuszy a nie akcjonariuszy. Klasyczny model japoński, na którego specyfikę duży wpływ wywarły tradycja i kultura kraju, uważany był za alternatywę dla modelu anglo-saksońskiego [Aoki, 1988]. Jednakże w latach 90. XX wieku wraz z narastaniem problemów w gospodarce japońskiej zaczął on tracić znaczenie [Yao, 2009]. Bezpośrednie wpływy amerykańskie (amerykanizacja) na kształtowanie japońskiego nadzoru korporacyjnego nie były w tym czasie duże.

2. Wpływ Stanów Zjednoczonych na japoński nadzór korporacyjny po wprowadzeniu reformy Big Bang

2.1. Okres 1997–2014

Krytyka japońskiego modelu nadzoru korporacyjnego zaczęła nabierać na sile wraz z rozpoczęciem się w 1989 r. epoki *Heisei* i narastaniem kryzysu finansowego [Larcker, Tayan, 2011, s. 48]. Restrukturyzacja gospodarki i jej wyjście z okresu stagnacji warunkowało przeprowadzenie poważnych

reform ukierunkowanych na jej deregulację i internacjonalizację. Podejmowane reformy początkowo nie przynosiły planowanych zamierzeń, chociaż implikowały wiele poważnych zmian. W literaturze lata 90. XX w. określane są często mianem „straconej dekady" [Jacoby, 2002; Kuepper, 2017]. Japonia krytykowana była za opieszałość i opóźnianie działań sanacyjnych, a także małą ich skuteczność. Dopiero światowy kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r., zmienił ich ocenę i uwidocznił, jak były one przemyślane, głębokie i skomplikowane.

Rokiem przełomowym dla reformowania japońskiej gospodarki był rok 1997, w którym ogłoszono reformę *Big Bang*. Jej inicjatorem był rząd (*bureaucrat-led reforms*). Obejmowała ona trzy istotne obszary. Pierwszy z nich zorientowany był na nowelizację prawa i regulacji odnoszących się do korporacji, rynku przejęć, prawa handlowego i rachunkowości oraz wewnętrznego nadzoru w spółkach. Drugi kierunek koncentrował się na wzmacnianiu mechanizmów rynkowych odnoszących się m.in. do fuzji i przejęć oraz transakcji instrumentami finansowymi. Trzeci dotyczył dywersyfikacji struktur *corporate governance*. Wprowadzane zmiany były głębokie i kompleksowe, gdyż odnosiły się do wszystkich elementów gospodarki, czyli polityki rządu, systemu i relacji *main bank*, banków, akcjonariuszy, audytorów zewnętrznych, rynku kapitałowego, menedżerów najwyższego szczebla i relacji menedżerowie–pracownicy [Patrick, 2004]. Implikowały one również zmiany w polityce społecznej.

W ramach realizacji planu deregulacji gospodarki w czerwcu 1998 Financial Supervisory Agency (FSA) i powstała w 1992 r. Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC) oddzieliły się od Ministerstwa Finansów. W 2000 r. Financial Supervisory Agency, która nie radziła sobie z *bubble economy*, przekształciła się w Financial Services Agency (FSA), nadzorującą banki, ubezpieczenia i giełdy oraz odpowiedzialną za stabilność finansową kraju.

Przedłużający się okres stagnacji gospodarki i utrata zaufania do krajowych instytucji i ich możliwości do jego przezwyciężenia, a szczególnie zwiększający się udział inwestycji zagranicznych, spowodowały, że politycy japońscy zaczęli skłaniać się ku modelowi zorientowanemu na akcjonariuszy [Dore, 2000]. Należy wspomnieć, że w 1997 r. Tokyo Stock Exchange (TSE) i Japońska Federacja Biznesu (Nippon Keidanren) opublikowały zalecenia (dobre praktyki) *corporate governance*. Jednakże ich wpływ na poprawę jakości nadzoru korporacyjnego był ograniczony ze względu na dobrowolność ich stosowania i brak sankcji za ich niewdrażanie [Okabe, 2009].

Na początku XXI wieku wzorami dla sanacji gospodarki japońskiej i kształtowania nadzoru korporacyjnego stały się regulacje międzynarodowe

(kształtowane pod wpływem amerykańskiego Sarbanes – Oxley Act z 2002 r.), a szczególnie amerykańska legislacja i praktyka korporacyjna. Rozpoczął się okres dobrowolnej implementacji regulacji amerykańskich do japońskiego systemu legislacyjnego, a reformy z tego zakresu nazywane są *Internal Americanization* [Shishido, 2001, s. 323]. Jednakże zmiany te nie cieszyły się popularnością z uwagi na niechęć japońskich biznesmenów do bezpośredniego zewnętrznego monitorowania przedsiębiorstw oraz wprowadzania odpowiedzialności menedżerów wobec akcjonariuszy [Ahmadjian, 2007].

Analiza japońskiego nadzoru korporacyjnego na początku XXI wieku pozwala wyróżnić dwie fale jego rozwoju wywołane nowelizacjami Kodeksu handlowego i prawa spółek dokonanymi w 2006 r. i 2015 r. Dążenie do spójności zapisów implikowało nowelizacje innych ważnych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie gospodarki i systemu finansowego.

Nowelizacja *Companies Act* dokonana w 2006 r. wynikała z implementacji założeń dokumentu *Plan for Strengthening the Comprehensiveness of Japan's Financial and Capital Markets*, ukierunkowanego na wzrost konkurencyjności Japonii na rynku międzynarodowym. Orientowała ona japońskie prawo spółek na regulacje amerykańskie i brytyjskie, na zasady nadzoru korporacyjnego OECD (2004) i rekomendacje Międzynarodowego Funduszu Monetarnego (IMF). Nowelizacja *Commercial Code* przenosiła na grunt japoński amerykańskie zasady preferowania akcjonariuszy i odpowiedzialności, wzmacniała rangę i znaczenie nadzoru korporacyjnego, rozpoczynając okres konwergencji tych dwóch systemów [Itami, 2005]. Za wkład japoński w system amerykański można uważać docenienie znaczenia kapitału ludzkiego w rozwoju przedsiębiorstw. Reforma prawa dotyczącego obrotu papierami wartościowymi przeprowadzona w 2006 r. nazywana jest japońskim SOX-em.

Do ważnych konsekwencji nowelizacji prawa spółek należy zaliczyć opublikowanie w 2009 r. kolejnej wersji kodeksu *Principles of Corporate Governance for Listed Companies*. Nastąpiła ona w okresie, kiedy *corporate governance* poświęcano dużo uwagi, uważając, że jego słabości są główną przyczyną kryzysu finansowego. Dokument ten potwierdzał kontynuację polityki zorientowanej na interesy akcjonariuszy zainicjowanej przez *Principles of Corporate Governance for Listed Firms* przyjętej przez TSE w 2004 r. [TSE, 2004, s. 7]. Nowelizację Kodeksu dobrych praktyk poprzedziła dyskusja wywołana przez publikację kolejnej wersji *White Paper on Corporate Governance in Japan* w maju 2008 r.[2]

[2] Dokument ten koncentrował się na sześciu podstawowych kwestiach – akcjonariusze jako właściciele spółek notowanych na giełdzie, efektywne wykorzystanie kapitału, niezależny

Dokument *Principles of Corporate Governance for Listed Companies* opowiadał się za wprowadzaniem do rad dyrektorów zewnętrznych, określał kryteria ich niezależności zgodne z wymogami międzynarodowymi, a także za stosowaniem zasady *comply or explain*.

Uznawano dwa typy struktury rad dla dużych podmiotów, a mianowicie tradycyjną japońską radę z audytorami statutowymi oraz formowaną na wzór amerykański radę z trzema komitetami (audytu, nominacji i wynagrodzeń).

Pierwsza z nich to tradycyjny japoński model *statutory auditor (kansayaku*), przyjęty w 1899 r. przez japońskie prawo spółek wzorowane na prawie niemieckim. *Kansayaku* do 1938 r. był akcjonariuszem powoływanym do monitorowania rady dyrektorów, ale nie był jej członkiem. Jednakże ten japoński, dualny system nadzoru posiada pewne specyficzne cechy różniące go od niemieckiego wzorca. System audytorów wewnętrznych stanowi kluczową instytucję japońskiego nadzoru korporacyjnego. Japoński audytor[3] jest jednocześnie konsultantem spółki, a zatem nie kwestionuje decyzji rady i nie reprezentuje interesów pracowników w radzie [Ovsiannikov, 2017]. Znowelizowane w 1993 r. prawo dopuszczające tworzenie Audit and Supervisory Board (Kansayaku Board)[4] określało, że powinien w niej zasiadać co najmniej jeden audytor zatrudniony na pełen etat, a ponad połowę jej składu (od 2001 r.) powinni stanowić dyrektorzy zewnętrzni. Audytorzy wewnętrzni wybierani są przez WZA. Ich obowiązkiem jest dokonywanie audytu biznesowego i finansowego. Jest to ciało zbliżone do amerykańskiego komitetu audytu, które jednakże jest odrębne od rady dyrektorów.

Drugi rodzaj rady to Company with Three Committees, która stworzona została na wzór amerykański z uwzględnieniem komitetu audytu, nominacji i wynagrodzeń. Rade tę wprowadziła reforma prawa przeprowadzona

---

nadzór nad zarządzającymi, potrzeba wprowadzenia silniejszych uprawnień dotyczących pierwokupu, wyeliminowanie barier dla przejęć typu *poison pill*, transparentne zgromadzenia akcjonariuszy i głosowanie. Miał on też formułować rekomendacje dla dokonania odpowiednich zmian legislacyjnych w tym zakresie i ich akceptacji przez przedsiębiorstwa.

[3] W spółkach japońskich występują dwa rodzaje audytorów, a mianowicie audytorzy statutowi *(kansayaku*) i niezależni audytorzy księgowi (*kaikeikansanin*). Audytorzy statutowi nie muszą być księgowymi a nawet profesjonalnymi ekonomistami. Ich obowiązkiem jest nadzorowanie działalności dyrektorów zarządzających pod względem poszanowania prawa i zapobiegania oszustwom. Z kolei obowiązkiem audytora księgowego, profesjonalisty o potwierdzonych kwalifikacjach i uprawnieniach, jest audyt sprawozdania finansowego. Ma on obowiązek współpracy z audytorami statutowymi. W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w badaniu obowiązany jest do powiadomienia o nich audytorów statutowych.

[4] System ten kształtowały kolejne nowelizacje *Commercial Code* dokonywane w latach 1974, 1981, 1993, and 2001, 2005. Ukierunkowane były one na wzmocnienie pozycji i niezależności *kansayaku*.

w 2002 r., obowiązująca od kwietnia 2003 r. Formułowała ona wymóg wyznaczenia co najmniej dwóch dyrektorów zewnętrznych, stwarzając warunki pozwalające dyrektorom zewnętrznym na sprawowanie kontroli nad radą dyrektorów poprzez komitety [Itami, 2005, s. 4]. Menedżerowie mają w niej więcej swobody w porównaniu do tych funkcjonujących w starym systemie, w którym rada dyrektorów była w zasadzie zarządem [Shishido, 2001, s. 321].

Jednakże w tym czasie w Japonii nie wykształciły się jeszcze odpowiednie ramy instytucjonalne dla wprowadzenia modelu akcjonariuszy. Rodzinna własność przedsiębiorstw (kapitał socjoemocjonalny) nie sprzyjała kierunkowaniu się na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy [Miyajima, 2014].

Wbrew oczekiwaniom i przewidywaniom zwolenników konwergencji praktyki japońskiego nadzoru korporacyjnego w tym czasie nie zostały fundamentalnie zmienione i ujednolicone z amerykańskimi [Milhaupt, 2003]. Pozycja audytorów statutowych została wzmocniona, krzyżowa własność akcji została pomniejszona, zarządzający ukierunkowani byli na realizację długoterminowych celów przedsiębiorstwa, pozycja i rola pracowników w korporacji nie słabła, ale wzrastało znaczenie akcjonariuszy spółek. To ostatnie wynikało z uwzględniania interesów akcjonariuszy zagranicznych, którzy od lat 90. stawali się coraz liczniejszą grupą właścicieli akcji firm japońskich, wymuszając doskonalenie rozwiązań stosowanych w zakresie nadzoru korporacyjnego. Reformom sprzyjał sektor biznesowy, żądając deregulacji, ponieważ japońskie prawo nakładało na menedżerów znacznie więcej restrykcji i wyższą odpowiedzialność w porównaniu do amerykańskiego. Japońscy menedżerowie chcieli mieć takie same uprawnienia jak ich amerykańscy odpowiednicy. Obiektywizm nadzoru zwiększało wprowadzenie do rady dyrektorów zewnętrznych [Goto, 2013]. Reformy dokonywane w zakresie nadzoru korporacyjnego stanowiły kontynuację i pogłębienie deregulacji i amerykanizacji podejmowanych w latach poprzednich [Shishido, 2001, s. 328].

2.2. Okres od 2014 r.

Jednym z celów przyjętej w czerwcu 2013 r. Strategii Rewitalizacji Japonii było przygotowanie dla inwestorów instytucjonalnych japońskiego Kodeksu powierniczego na wzór *U.K. Stewardship Code*. Został on opublikowany przez Financial Services Agency w lutym 2014 r. jako *Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code*). Stosowany jest on według zasady *comply or explain*, dając inwestorom instytucjonalnym możliwość implementowania zasad odpowiadających sytuacji, w której się znajdują. Publikacja tego oczekiwanego dokumentu wywołała konieczność

rewizji prawa spółek, do której Ministerstwo Sprawiedliwości przygotowywało się już od września 2012 r. (*Outlines for the Revision of the Companies Act*). W związku z tym rok 2015 rozpoczyna nową erę w rozwoju japońskiego nadzoru korporacyjnego.

Spowodowane jest to dwoma ważnymi wydarzeniami, a mianowicie w dniu 24 lutego 2015 r. TSE ogłosiła nowelizację *Companies Act* obowiązującą od 1 maja 2015 r. oraz przyjęciem obowiązującego od 1 czerwca 2015 r. nowego kodeksu nadzoru korporacyjnego.

Znowelizowane prawo spółek umożliwia tworzenie trzech struktur rady dyrektorów – Audit and Supervisory Board Kansayaku (Kansayaku Board), radę z trzema komitetami (nominacji, audytu i wynagrodzeń), czyli Company with Three Committees oraz nową z komitetem nadzoru – Company with an Audit and Supervisory Committee.

Jak wspomniano wcześniej, Rada Kansayaku jest tradycyjną strukturą japońską, niemającą obowiązku wyznaczania dyrektorów zewnętrznych. Rada z trzema komitetami (2003 rok) tworzona na wzór amerykański (SOX), stanowi wyzwanie dla korporacji japońskich, które nie zatrudniały dyrektorów zewnętrznych (powinni oni stanowić większość w każdym z tych komitetów) w liczbie umożliwiającej stosowanie tej struktury. Nie trzeba zatrudniać audytora statutowego. Utrudnieniem w implementacji tej „amerykańskiej" rady było również to, że prezydenci spółek nie chcieli zrezygnować z uprawnienia do wyznaczania swoich następców, co kolidowało z obowiązkami komitetu nominacji.

Nowa rada z komitetem audytu i nadzoru łączy tradycję japońską z rozwiązaniami amerykańskimi. Dyrektorów do rady wybierają akcjonariusze. Większość w minimum trzyosobowym Audit and Supervisory Committee muszą stanowić dyrektorzy zewnętrzni. Ma on też większe uprawnienia do dokonywania audytu w porównaniu do tradycyjnego komitetu audytorów statutowych. Ten nowy system jest bardziej przejrzysty w rozdzieleniu zarządzania operacyjnego od nadzoru i przypisuje dyrektorom zewnętrznym dużą rolę w nadzorze korporacyjnym.

Japan's Corporate Governance Code składa się z pięciu zasad głównych (1. Zabezpieczenie uprawnień i równego traktowania akcjonariuszy. 2. Odpowiednia współpraca z interesariuszami niebędącymi akcjonariuszami. 3. Zapewnienie właściwego/odpowiedniego ujawniania informacji i przejrzystości. 4. Odpowiedzialność rady. 5. Dialog z akcjonariuszami.), 30 zasad oraz 38 zasad uzupełniających[5] prezentowanych w pięciu sekcjach

[5] Wybrane zasady i zasady uzupełniające to: 1. Mianowanie co najmniej dwóch niezależnych dyrektorów zewnętrznych, którzy przyczynić się powinni do wzrostu wartości spółki (wskazówka dla dużych/globalnych firm to rozważenie rady dyrektorów składającej się w 1/3 z dyrektorów zewnętrznych. 2. Dywersyfikacja personelu, w tym aktywnego udziału kobiet. 3. Szkolenia dyrektorów i *kansayaku*; publikowanie polityki w tym zakresie. 4. Roczna

(rozdziałach). Ten liczący łącznie 44 strony dokument otwiera prezentacja zasad głównych, a zamyka załącznik (preambuła) przedstawiający uwarunkowania publikacji kodeksu, jego cele, uzasadnienie wyboru podejścia opartego na zasadach (*Principles-Based Approach*) oraz zasady *comply or explain*, odnosi się również do implementacji i jego rewizji w przyszłości.

Ponadto Kodeks rekomenduje utworzenie w spółkach giełdowych komitetu doradczego. Dyrektorzy zewnętrzni odgrywaliby w nim główną rolę i mieli decydujący głos odnośnie do procesu nominacji dyrektorów i ustalania ich wynagrodzeń. Nie formułuje się żadnych wymogów statutowych ani regulacyjnych odnoszących się do tworzenia opcjonalnych komitetów, ale uznaje się, że dyrektorzy zewnętrzni powinni stanowić w nich większość. Zaleca się również, aby przewodniczącym rady dyrektorów był dyrektor zewnętrzny.

Kodeks zaleca opracowanie systemu wynagradzania dyrektorów zapewniającego ich odpowiednie motywowanie, opierającego się na stosowaniu wskaźnika uwzględniającego średnio- i długoterminowe wyniki działania spółki. Należy zauważyć, że od 2016 r. możliwe jest stosowanie akcji jako formy wynagradzania menedżerów.

Japan's Corporate Governance Code uwzględnia nie tylko wszystkie rekomendacje formułowane przez międzynarodowe, w tym amerykańskie, regulacje nadzoru korporacyjnego, ale zawiera zapisy poszerzające ich treści. Dowodzi to determinacji Japonii odnośnie do tworzenia i implementowania najlepszych dobrych praktyk, które przyczyniają się do wzrostu konkurencyjności japońskiego rynku kapitałowego i zapewnienia wzrostu gospodarczego.

Krytyka OECD wytykająca Japonii zbyt małą aktywność w kwestiach zwalczania korupcji doprowadziła Kraj Kwitnącej Wiśni do podjęcia szeregu działań ukierunkowanych na doskonalenie przepisów w tym obszarze. W dniu 15 lipca 2015 r. Ministry of Economy, Trade and Industry (METI) dokonało rewizji dokumentu *Guidelines for the Prevention of Bribery of Foreign Public Officials (METI Guidelines)*, ponieważ jego implementacja nie była zadawalająca. Rok później opublikowano zalecenia Japanese Federation of Bar Associations (JFBA), czyli *Guidelines* będące dobrymi praktykami (poradami), które mają być pomocne spółkom japońskim w przeciwdziałaniu łamaniu prawa krajowego i zagranicznego [Lovels, 2016].

---

ewaluacja efektywności rady. 5. Nadzorowanie planów sukcesji CEO i innych zarządzających najwyższego szczebla. 6. Publikowanie podstawowych strategii odnoszących się do polityki kapitałowej. 7. Publikowanie polityki dotyczącej krzyżowej własności akcji i roczna ewaluacja ekonomicznych racji dla tej własności. Punkty 1 i 2 odnoszą się do homogenicznych, zdominowanych przez mężczyzn, wewnętrznych/afiliowanych cech rad dyrektorów. Japonia pozostaje w tyle za innymi dużymi krajami w odniesieniu do kwestii niezależności rady.

Te rekomendacje są zgodne nie tylko z dokumentem zatytułowanym *Japan's Unfair Competition Prevention Act (UCPA)*, ale co ważniejsze, z *United States' Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)* i *United Kingdom's Bribery Act 2010 (UKBA)*. Jego przepisy nie mają mocy prawnej, ale stanowią zalecenia, jak powinno być interpretowane japońskie prawo antykorupcyjne. Podkreślają znaczenie istnienia odpowiedniego systemu kontroli wewnętrznej, monitorowania i szkolenia, a także eksponują istotność zarządzania transakcjami z osobami trzecimi poprzez przeprowadzanie analizy due diligence i adaptowanie kontraktowych zabezpieczeń ograniczających ryzyko. W szczególności wytyczne te zachęcają zarządzających spółkami japońskimi do publikowania oświadczeń o stosowaniu wymogów tego dokumentu, co powinno spowodować wzrost zaufania do nich. Zakres ich przestrzegania będzie też brany pod uwagę w przypadku karania spółki i podejmowania decyzji o jej skreśleniu z giełdy. Japan Exchange Group (JPX) oczekuje, że będą one przestrzegane zarówno przez spółki notowane, jak i nienotowane na giełdzie. Wytyczne te stanowią kolejny, ważny krok w wysiłkach Japonii do wyrugowania przekupstwa i korupcji z przedsiębiorstw. Przyczynią się one również do ochrony spółek japońskich prowadzących działalność za granicą i zwiększenia przejrzystości publikowanych przez nie informacji, co implikować powinno wzrost wartości tych podmiotów [Guidance, 2016, art. 17–18].

Należy zauważyć, że w 2016 r. TSE jako pierwsza giełda na świecie wprowadziła wytyczne noszące tytuł *Principles for Listed Companies Dealing with Corporate Malfeasance*, które mają pomóc spółkom działającym w Japonii badać popełnione malwersacje [Lovels, 2016]. Wytyczne te prezentują cztery zasady ukierunkowane na pomoc takim przedsiębiorstwom, a mianowicie [*The JPX principles*…, 2016]: 1. Ustalić fundamentalne przyczyny malwersacji; 2. Ustanowić niezależny, neutralny i składający się z ekspertów będącymi osobami trzecimi komitet dochodzeniowy; 3. Niezwłocznie zastosować skuteczne działania naprawcze i 4. Niezwłocznie i we właściwy sposób ujawniać informacje dotyczące dokonanych malwersacji. Publikacja tych wytycznych dowodzi, że Japonia nie tylko stara się być kompatybilna z wymogami przepisów międzynarodowych, ale staje się ich prekursorem, wprowadzając zmiany, które doskonalą nadzór korporacyjny i implikują wzrost zaufania do przedsiębiorstw i gospodarki japońskiej.

Zakończenie

Od kilkunastu lat Japonia podejmuje liczne działania zmierzające do rewitalizacji gospodarki i doskonalenia kształtu nadzoru korporacyjnego. Są to niezmiernie trudne i złożone działania, gdyż w zasadzie dotyczą przekształcania tradycyjnego modelu *corporate governance*. Wprowadza nowe

rozwiązania, wzorowane na praktykach międzynarodowych, w szczególności na regulacjach amerykańskich, implikujące ewolucję w kulturze korporacyjnej i mentalności społeczeństwa. Sukcesywne i konsekwentne reformowanie nadzoru korporacyjnego spowodowało, że Japonia posiada obecnie standardy *corporate governance* odpowiadające standardom światowym. Nie są one jednakże jednoznacznie oceniane przez środowisko biznesowe.

Nie ma wątpliwości, że zmiany zachodzące w japońskim nadzorze korporacyjnym ukierunkowane są na implementację kluczowych zasad prawa anglosaskiego. Ta orientacja trwająca od początku lat 90. XX wieku doprowadziła do powstania amerykańskiego modelu prawa spółek (A-model). Jest ona wspierana przez rosnący udział inwestorów zagranicznych i konwergencje w zakresie koncentracji własności akcji (inwestorzy instytucjonalni).

Amerykanizacja regulacji prawnych prowadzi niekiedy do konfliktu z konserwatywnym, japońskim podejściem, jak też powoduje małą popularność amerykańskiego modelu akcjonariuszy, mimo istnienia prawnej ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i uznawania kontroli rynku. Zmiany zachodzące w zakresie nadzoru korporacyjnego, szczególnie struktury własności, nie mogą być interpretowane jako odejście od modelu interesariuszy [Ovsiannikov, 2017]. Badania dowodzą, że to głównie inwestorzy zagraniczni dokonują transakcji giełdowych, krzyżowa własność akcji jest nadal istotna (*mochai*), wiele firm wciąż zachowuje silne relacje ze swoimi bankami i pozyskuje od nich finansowanie [TSE, 2015, s. 2]. W odniesieniu do najważniejszych pracowników utrzymywana jest zasada „zatrudniania na całe życie", co stanowi też priorytet menedżerów najwyższego szczebla.

Japoński i amerykański system nadzoru korporacyjnego wykazują wiele podobieństw, ale nadal różnicują je praktyki nadzoru korporacyjnego. Jednakże sytuacja ta ulega zmianie. Stosowanie podejścia *comply or explain* daje możliwość CEOs wyboru pomiędzy stosowaniem modelu amerykańskiego lub japońskiego oraz na sukcesywne, ewolucyjne dokonywanie zmian.

Jak zauważono wcześniej, menedżerowie japońscy chcą mieć taką samą pozycję i uprawnienia jak amerykańscy. Z tego względu przy słabo rozwiniętym rynku kontroli korporacji, na ogół wewnętrznie zorientowanych radach dyrektorów, większego znaczenia nabiera orientacja na wartość spółki i maksymalizację interesów akcjonariuszy. Ponadto model opierający się na wzorcach amerykańskich (komitetowy) jest stosowany w specyficzny sposób, np. CEOs nadal mianowali dyrektorów i audytorów zewnętrznych. Z tego względu jego zastosowanie nie powodowało wzrostu cen akcji tych spółek [Buchanan, 2007].

Przeprowadzona analiza potwierdziła duży wpływ regulacji amerykańskich na kształtowanie japońskiego nadzoru korporacyjnego. Działania ukierunkowane na amerykanizację *corporate governance* spełniły swoje cele, ale według mnie są one tylko etapem w realizacji strategii rewitalizacji i rozwoju Japonii. Kraj ten przez dekady umiejętnie potrafił wykorzystywać i adaptować do swoich potrzeb osiągnięcia i doświadczenia najlepiej rozwiniętych państw świata. Dzięki temu zdołał odnieść spektakularny sukces w rozwoju. Przyspieszenie globalizacji, chęć pozyskania kapitałów zagranicznych na rozwój, wzrost konkurencyjności gospodarki wymusza dołączenie do grupy krajów posiadających najwyższe standardy nadzoru korporacyjnego. Implementując najlepsze dobre praktyki *corporate governance,* Japonia może je dalej doskonalić, opracowując własne, oryginalne rozwiązania, które zapewnią jej realizację wyznaczonych celów i będą mogły stanowić wzorce dla innych. W związku z tym dynamiczne działania podejmowane w celu amerykanizacji regulacji prawnych i rekomendacji służą modernizacji i rozwojowi Japonii.

Literatura

Ahmadjian C. (2007), *Foreign investment and corporate governance in Japan*, w: M. Aoki, G. Jackson, H. Miyajima (eds.), *Corporate governance in Japan. Institutional change and organizational diversity*, Oxford University Press, Oxford.

Aoki M. (1988), *Information, incentives, and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge University Press, Cambridge.

Buchanan J. (2007), *Japanese Corporate Governance and the Principle of 'Internalism'*, „Corporate Governance: An International Review", Vol. 15, No. 1.

Dore R. (2000), *Stock Market capitalism Welfare Capitalism: Japan and Germany versus Anglo-Saxon*, Oxford University Press, Oxford.

Goto G. (2013), *The Outline for the Companies Act Reform in Japan and Its Implications,* „Journal of Japanese Law", Vol. 35.

Hattori R., Maeda E. (2000), *The Japanese Employment System*, „Bank of Japan Monthly Bulletin", January, https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2000/data/ron0001a.pdf

Hoshi T., Kashyap A. (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, The MIT Press.

Hough J.E., Yakura Ch. (2016), *Japan Bar Association Issues New Anticorruption Compliance Guidelines*, Morrison & Foerster LLP, mofo.com.

Itami H. (2005), *Revision of the Commercial Code and Reform of the Japanese Corporate Governance*, „Japan Labor Review", Vol. 2.

Jacoby S.M. (2002), *Corporate Governance in Comparative Perspective: Proposals for Convergence*, „Comparative Lobor Law & Policy Journal", Vol. 22, No. 1.

Japan's Corporate Governance Code. Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term (2015) Tokyo Stock Exchange, June 1, http://www.jpx.co.jp.

Jerzemowska M., Golec A., Zamojska A. (2015), *Corporate Governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.

Kanda H. (1996), *Comperative Corporate Governance- Country Report: Japan* w: K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge (eds.), *Comperative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Clarendon Press, Oxford.

Kuepper J. (2017), *Japan's Lost Decade: Brief History and Lessons*, International Investing, https://www.thebalance.com/japan-s-lost-decade-brief-history-and--lessons-1979056.

Larcker D., Tayan B. (2011), *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education Inc.

Lovels H. (2016), *Japanese Bar Association Publishes New Guidance on Foreign Bribery Prevention*, August 3, https://www.lexology.com/hub/japan.

Miyajima H. (2014), *Perspectives for Corporate Governance Reform in Japan*, Research Institute of Economy, Trade & Industry (RIETI), http://www.rieti.go.jp/en/special/policy-update/057.html.

Milhaupt C.J. (2003), *A Lost Decade for Japanese Corporate Governance Reform? What's Changed, What Hasn't, and Why?*, Columbia Law School, Centre for Law and Economics Working Paper, No. 234.

Nakamura M. (2011), *Adoption and Policy implications of Japan's new corporate governance practices after the reform*, „Asia Pacific Journal of Management", Vol. 28.

Nakamura M. (2016), *The Security Market and the Changing Government Role in Japan, Asian,* „Education and Development Studies", Vol. 5, No. 4.

Okabe M. (2009), *Corporate Governance in Japan: Evolution, Policy Measures, and Future Issues,* w: F.J. Lopez Iturriaga (ed.), *Codes of Good Governance Around the World*, Nova Science Publishers, New York.

Ovsiannikov K. (2017), *Corporate Governance Reforms in Japan: Instilling the New Regime*, „Cogent Business & Management", Vol. 4.

Patrick H. (2004), *Evolving Corporate Governance in Japan*, Working Paper No. 220, Working Paper Series Centre on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.

Principles of Corporate Governance for Listed Companies (2004), Tokyo Stock Exchange, http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=69.

Principles of Corporate Governance for Listed Firms (2009), Tokyo Stock Exchange, http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_japan_dec2009_en.pdf.

Teranishi J. (2005), *Evolution of the Economic System in Japan*, Edward Elgar.

The JPX principles: Japan's new road map for companies conducting internal investigations (2016), Nagashima Ohno & Tsunematsu (NO&T) Japan Legal Update No. 7, https://www.noandt.com/data/book/index/id/15283.

TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance (2015), Tokyo Stock Exchange Inc., March.

Shishido Z. (2001), *Reform in Japanese Corporate Law and Corporate Governance: Current Changes in Historical Perspective*, „The American Journal of Comparative Law", Vol. 49.

Yamada T. (2000), *Japanese Corporate System*, Financial Institutions and International Finance from Legal Point of View, „Hosei Riron", Vol. 33, No. 1.

Yao Y. (2009), *Historical Dynamics of the Development of the Corporate Governance in Japan*, „Journal of Politics and Law", Vol. 2, No. 4.

Streszczenie

Celem artykułu jest próba znalezienia odpowiedzi na pytanie, czy dynamiczne reformowanie japońskiego nadzoru korporacyjnego, poprzez implementację regulacji amerykańskich, ma na celu amerykanizację, czy też modernizację i rozwój *corporate governance.* Na podstawie analizy porównawczej adekwatnych pozycji literatury przedmiotu i aktów prawnych podjęta została próba pokazania wpływu amerykańskiej legislacji na kształtowanie japońskich regulacji oraz mechanizmów i zasad nadzoru korporacyjnego w poszczególnych epokach. Szczególna uwaga zwrócona została na zmiany zachodzące na tym polu po wprowadzeniu reformy Big Bang w 1997 r. Analiza pozwala wnioskować, że amerykanizacja japońskiego nadzoru korporacyjnego nie jest celem, a etapem modernizacji i rozwoju japońskiej gospodarki.

Słowa kluczowe
nadzór korporacyjny, model, regulacje, rekomendacje, rozwój

Modernization or Americanization of Japanese corporate governance – an outline of the problem (Summary)

The objective of the paper is to try to find an answer to the question, whether the dynamic reforms of Japanese corporate governance, due to implementation of American legal regulations and recommendations, is oriented towards Americanisation or modernization and development of Japanese corporate governance. The research is based on a comparative analysis of adequate literature and legal acts. The influence of American legislation on Japanese laws and regulations, mechanisms and principles of corporate governance, in each of the four Epochs, was analysed. Special attention was paid to those developments after the announcement of the Big Bang Reform in 1997. The analysis reveals that the Americanisation of the Japanese corporate governance is not a goal, but a stage of the modernization and development of the Japanese economy.

Keywords
corporate governance, model, regulations, recommendations, development