

ROZDZIAŁ 34

RAMY INSTYTUCJONALNE A *CORPORATE GOVERNANCE*

Bożena Borkowska^{1}*

Wprowadzenie.

Od czasu gdy A Berle i G. Means² wykazali, że oddzielenie własności od zarządzania w spółkach akcyjnych stwarza menedżerom możliwość realizowania własnych interesów, odmiennych od celów właścicieli, toczy się dyskusja o możliwościach ograniczenia swobody działania menedżerów, zainteresowania ich zyskiem i wzrostem wartości firmy. W dyskusji tej zwrócono uwagę na możliwości ograniczenia swobodnych działań menedżerów za pomocą różnych mechanizmów kontrolowania i monitorowania ich aktywności oraz ukierunkowania ich działań za pomocą bodźców. Wśród tych mechanizmów wyodrębnia się:

- nadzór wewnętrzny, sprawowany przez właścicieli spółki za pomocą wyboru zarządu, ustalenia reguł jego działania (statutu spółki) oraz pobudzania menedżerów do powiększania zysku poprzez uzależnienie części ich wynagrodzenia od wyników osiąganych przez firmę,
- nadzór zewnętrzny, sprawowany za pomocą konkurencyjnych rynków, w których otoczeniu działa przedsiębiorstwo, tj. konkurencyjnego rynku produktów jako mechanizmu służącego ujawnianiu niskiej efektywności przedsiębiorstwa oraz rozwiniętego rynku papierów wartościowych służącego przywracaniu efektywności w wyniku przejęcia firmy i zmiany zarządu.

Zatem struktura ograniczeń i bodźców do działania menedżerów na rzecz powiększania zysku przedsiębiorstwa może być wypadkową monitorowania ich aktywności przez akcjonariuszy bezpośrednio i za pomocą konkurencyjnych rynków. Wyniki badań empirycznych wskazują jednak, że podczas gdy w krajach anglosaskich istotne znaczenie w dyscyplinowaniu menedżerów odgrywają

¹ * Katedra Mikroekonomii i Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu.

² A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York 1932.

ograniczenia i bodźce płynące z rynku, to w krajach europy kontynentalnej nadzór właścicielski koncentruje się na mechanizmach wewnętrznych. Ponieważ w wymienionych grupach krajów odmiennie kształtują się nie tylko mechanizmy nadzoru właścicielskiego, ale także struktura własności, relacje pomiędzy organami spółki oraz udział pracowników w zarządzaniu spółką to nasuwa się pytanie, jakie są przyczyny różnic występujących w poszczególnych krajach dotyczących *corporate governance* tj. systemu reguł i mechanizmów, które przesądzają o tym jak działa spółka akcyjna, kto wpływa na podstawowe decyzje podejmowane w firmie.

Podejmowane próby wyjaśnienia tego zjawiska wskazują, że wśród czynników determinujących określony system *corporate governance* istotne znaczenie mają instytucje definiowane jako normy prawne, normy społeczne i sposoby ich egzekwowania. Konstatacji tej towarzyszą jednak różnice zdań dotyczące tego, które instytucje mają zasadnicze znaczenie dla kształtowania się określonego systemu *corporate governance*. W konsekwencji, wśród wielu instytucji, za istotne uznaje się zarówno szczegółowe przepisy regulujące rynek papierów wartościowych jak i tradycje prawne, które rozpowszechniły się z Europy na cały świat, a także instytucje polityczne demokratycznego państwa, takie jak system wyborów do parlamentu. Nasuwa się zatem kolejne pytanie, czy można twierdzić, że istnieje określona konfiguracja instytucji publicznych, które łącznie tworzą ramy dla kształtowania się określonego systemu *corporate governance*.

Celem opracowania jest próba udzielenia odpowiedzi na powyższe pytanie, w oparciu o prezentowane w literaturze przedmiotu koncepcje wyjaśniania wpływu instytucji na system *corporate governance*.

Regulacje prawne a *corporate governance*

Instytucje, w znaczeniu przytoczonym powyżej, pełnią podwójną rolę. Z jednej strony tworzą ograniczenia wyborów dokonywanych przez osoby gospodarujące, z drugiej strony zaś – bodźce do podejmowania określonych działań. Można zatem twierdzić, że instytucje ukierunkowują działania osób i w konsekwencji wywołują określone skutki w sferze ekonomicznej.

Z punktu widzenia przedmiotu rozważań, prowadzonych w tym artykule, warto zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt instytucji, a mianowicie, że instytucje są kategorią niejednorodną. Obok regulacji prawnych, wraz z systemem ich egzekucji, obejmują normy społeczne, które popierają się na odpowiedzialności moralnej i zawierają pozaprawne sankcje, takie jak utrata reputacji czy wykluczenie z rynku.

W koncepcjach wyjaśniających wpływ instytucji na kształtowanie się ładu korporacyjnego wskazuje się na znaczenie obydwu rodzajów instytucji. Nie mniej

jednak, podstawowe znaczenie przypisuje się różnym regulacjom prawnym m.in. normom zabezpieczającym interesy akcjonariuszy³.

R. La Porta i inni wysunęli hipotezę mówiącą o tym, że poziom ochrony praw akcjonariuszy wpływa na takie aspekty *corporate governance* jak, poziom rozproszenia własności i rozwój rynku papierów wartościowych⁴. U jej podstaw tkwi następująca logika rozumowania:

Silna i skuteczna ochrona praw akcjonariuszy:

- tworzy bodźce dla przedsiębiorstw do sprzedaży części aktywów swojej firmy inwestorom giełdowym i zabezpiecza ich przed utratą renty w razie utraty kontroli nad firmą na skutek jej wrogiego przejęcia,
- tworzy bodźce dla podmiotów posiadających nadwyżki finansowe do ich lokowania na rynku papierów wartościowych oraz zabezpiecza ich przed działaniem osób ulegających pokusie nadużycia,
- ogranicza przedsiębiorczość nieproduktywną, polegającą na zawłaszczaniu renty kosztem innych osób⁵.

La Porta i inni przetestowali hipotezę o wpływie poziomu ochrony interesów inwestorów na strukturę własności spółek akcyjnych, mierząc go za pomocą indeksu obejmującego następujące regulacje⁶:

1. prawo zdalnego uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki (oddania głosu za pomocą e-maila),
2. brak konieczności blokowania akcji przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy,
3. możliwość głosowość kumulowania głosów w wyborach do władz spółki lub uzyskania w inny sposób przez mniejszościowych akcjonariuszy proporcjonalnej reprezentacji w radzie nadzorczej,
4. istnienie mechanizmu egzekwowania praw mniejszościowych akcjonariuszy,
5. możliwość zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia przez akcjonariuszy posiadających mniej niż 10 proc. akcji,
6. prawo właścicieli spółki pierwokupu akcji nowej emisji.

Do każdej z wymienionych regulacji przypisana jest albo wartość 1, gdy

³ Na znaczenie reputacji menedżerów jako czynnika, który może wyjaśniać dlaczego pomimo słabej ochrony praw inwestorów mogą oni wchodzić na rynki finansowe zwraca uwagę A. Gomes, *Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects*, „The Journal of Finance” 2000, vol. 55, no.2.

⁴ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, „The Journal of Finance” 1999, vol.54, no.2.

⁵ W.J. Baumol, *Entrepreneurship: productive, unproductive and destructive*, „Journal of Political Economy” 1990, vol.98.

⁶ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate ...*, op.cit. s.478.

regulacja ta występuje, w przeciwnym razie - 0. Zatem indeks mierzący poziom zabezpieczenia praw akcjonariuszy może przyjmować wartości od 0 do 6.

Z omawianych badań, obejmujących po 20 największych spółek z 27 krajów wynika, że im silniejsza ochrona praw inwestorów tym większe rozproszenie akcji. W grupie badanych krajów, które stworzyły silne zabezpieczenia interesów akcjonariuszy 48 proc. spółek posiadało rozproszony akcjonariat, wobec 27 proc. firm w krajach o słabej ochronie praw akcjonariuszy. Przy 20 proc. pakiecie akcji, jako kryterium koncentracji własności, wszystkie badane przedsiębiorstwa w Wielkiej Brytanii, 90 proc. spółek japońskich i 80 proc. firm amerykańskich posiadało rozproszony akcjonariat. Dane te wyraźnie kontrastują z wynikami w krajach o słabo zabezpieczonych prawach akcjonariuszy, takich jak Austria, Belgia, Grecja i Portugalia, w których za spółki o rozproszonej własności zostały uznane tylko pojedyncze przedsiębiorstwa.

Hipoteza, że poziom koncentracji własności jest implikacją poziomu ochrony praw akcjonariuszy może budzić wątpliwości w świetle koncepcji M. Roe⁷. Wprawdzie Roe, podobnie jak La Porta i inni, wyjaśnia strukturę własności w USA interwencją rządu to wskazuje na istotne znaczenie regulacji ograniczających koncentrację własności. Zdaniem Roe, regulacje te są rezultatem skutecznego lobbingu profesjonalnych menedżerów zainteresowanych rozproszeniem akcjonariatu i kontrolowaniem zarządzanych spółek w celu realizacji własnych interesów.

Koncepcję Roe można próbować wesprzeć argumentacją wysuniętą przez M. Olsona w logice działań zbiorowych⁸. Można zatem twierdzić, że menedżerowie stanowią mało liczną grupę interesów, dla której relacje korzyści i kosztów efektywnej politycznie organizacji mogą tworzyć bodźce do podjęcia działań zbiorowych, w celu uzyskania regulacji rządowych generujących rentę dla menedżerów. Natomiast, w odniesieniu do akcjonariuszy można przyjąć, że duża liczba członków grupy i związane z tym problemy kontrolowania „jazdy na gapę” wewnątrz grupy oraz wysokie koszty lobbingu w stosunku do oczekiwanych korzyści, mogą być źródłem trudności podjęcia przez inwestorów skutecznych działań zbiorowych w sferze polityki.

Z drugiej strony jednak hipotezę Roe można podać pod wątpliwość, a zwłaszcza przyjęte implícite założenie o trwałości wpływów politycznych jednej grupy interesów. Takiej możliwości nie można wykluczyć, jednak założenie o asymetrycznych działaniach grupowych w długim okresie jest trudne do utrzymania w świetle danych empirycznych dotyczących regulacji monopoli

⁷ M. Roe, *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton 1994

⁸ M. Olson, *The Logic of Collective Action: Public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 1965.

naturalnych w USA⁹. Wynika z nich, że w długim okresie relatywna siła polityczna grup interesu zmieniała skutkując zmianą zakresu i metod do sfalsyfikowania regulacji badanych rynków. Dane te dotyczą jednak rynków infrastrukturalnych a nie finansowych, nie mogą zatem posłużyć do sfalsyfikowania hipotezy Roe.

Ostatecznie można przyjąć, że hipoteza Roe jest hipotezą konkurencyjną względem wysuniętej przez La Portę i innych, która wymaga sprawdzenia. Jej potwierdzenie może jednak sprawiać trudności ponieważ wymagałoby wykazania, że ograniczenia koncentracji własności nie są specyfiką regulacji w USA, ukształtowanej pod wpływem asymetrycznych działań grup interesu ale, że mechanizm ten działał w innych krajach o podobnym poziomie rozproszenia własności.

Wróćmy do wyjaśnienia La Porty i innych, że poziom rozproszenia własności i rozwoju rynków finansowych, a więc podstawowych elementów systemu *corporate governance*, zależy od poziomu ochrony interesów akcjonariuszy. Wyjaśnienie to nasuwa pytanie, dlaczego prawa inwestorów są silnie zabezpieczane w jednych krajach, w innych zaś obserwuje się niski poziom ochrony ich uprawnień własnościowych. Pytanie to ma dwa aspekty. Po pierwsze jest to przede wszystkim pytanie o instytucje publiczne – konstytucję i inne źródła prawa oraz normy społeczne – ich podobieństwa i różnice w poszczególnych krajach, które skutkują określonymi regulacjami na poziomie *corporate governance*. Po drugie jest to także pytanie o mechanizm, za pomocą którego właściwości instytucji przekładają się na zakres i metody państwowej regulacji rynków wywołujące określone skutki ekonomiczne. W takim kontekście można wskazać na dwie odpowiedzi na postawione powyżej pytanie.

Jedna odpowiedź sprowadza się do twierdzenia, że wśród instytucji tworzących ramy instytucjonalne gospodarki zasadnicze znaczenie dla poziomu ochrony praw akcjonariuszy i ukształtowania się określonego systemu *corporate governance* ma tradycja prawa¹⁰.

Historia prawa wyodrębnia dwie tradycje¹¹: system prawa cywilnego (civil law)¹², który obowiązuje m.in. w państwach leżących na kontynencie europejskim oraz system common law stosowany w krajach anglosaskich. Nawiązując do tego podziału kultur prawa, La Porta i inni, przeprowadzili badania w 49 krajach

⁹ B. Borkowska, *Regulacja monopolu naturalnego w teorii i praktyce*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2009.

¹⁰ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, „The Journal of Finance” 1997, vol.52, no.3; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, no.6.

¹¹ R. Cooper, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 72-73.

¹² Termin prawo cywilne (civil law) ma dwa znaczenia. Jest stosowany w odniesieniu do tradycji prawa ukształtowanej w krajach, które nie przyjęły common law. W drugim znaczeniu, termin ten jest odnoszony do prawa prywatnego będącego przeciwieństwem prawa karnego. Por. R. Cooper, T. Ulen, *Ekonomiczna...*, op. cit.

wykazując, że prawa akcjonariuszy są silnie chronione w systemie *common law*, natomiast prawo cywilne stwarza słabe zabezpieczenia interesów inwestorów. Z badań tych wynika ponadto, że w krajach z systemem *civil law* zróżnicowany jest zarówno poziom ochrony akcjonariuszy jak i skuteczność egzekwowania ich uprawnień. Interesy inwestorów silniej i skuteczniej chroni prawo cywilne w Niemczech i krajach skandynawskich, w porównaniu z systemem *civil law* obowiązującym we Francji.

Przytoczone wyniki badań mają względną wartość w wyjaśnianiu znaczenia instytucji formalnych dla kształtowania się systemu *corporate governance*, ponieważ nie towarzyszy im refleksja nad różnicami między *common law* i *civil law*, które mogą mieć znaczenie dla odmiennego zakresu zabezpieczenia interesów akcjonariuszy. Krótko mówiąc, poza wykazaniem korelacji pomiędzy badanymi zmiennymi, autorzy nie wyjaśniają dlaczego system *common law* sprzyja silniejszej ochronie mniejszościowych akcjonariuszy przed insiderami, niż system oparty na tradycji *civil law*. W konsekwencji, na gruncie omawianej koncepcji nie można wyjaśnić dlaczego w Japonii, w której obowiązuje system prawa cywilnego¹³, występuje relatywnie wysoki poziom ochrony praw akcjonariuszy¹⁴ i 80 proc. badanych przedsiębiorstw to spółki o rozproszonej własności, tj., w których żaden akcjonariusz nie posiada 20 proc. akcji¹⁵. Ponadto, hipoteza o znaczącym wpływie tradycji prawnej na system *corporate governance* jest trudna do utrzymania w świetle badań przeprowadzonych przez R. Rajana i L. Zingalesa¹⁶ dokumentujących, że na początku XX wieku rynki finansowe były bardziej rozwinięte we Francji niż w Stanach Zjednoczonych.

Druga odpowiedź, na pytanie o wpływ instytucji publicznych na poziom ochrony interesów akcjonariuszy została udzielona na gruncie ekonomii politycznej, w ramach koncepcji zmierzającej do wyjaśnienia znaczenia instytucji politycznych dla kształtowania się systemu *corporate governance*.

System wyborczy a *corporate governance*

Dociekania ekonomii politycznej koncentrują się na ekonomicznych konsekwencjach polityki państwa. W koncepcjach mieszczących się w tym nurcie podkreśla się znaczenie ordynacji wyborczej do parlamentu i systemu rządów jako podstawowych instytucji politycznych implikujących aktywność

¹³ Japonia nie była skolonizowana, dobrowolnie przyjęła kodeks cywilny odwołujący się w dużym stopniu do kodeksu niemieckiego. Por. R. Cooper, T. Ulen, *Ekonomiczna...*, op. cit. s. 71.

¹⁴ W skali od 0 do 6, wartość indeksu mierzącego ochronę praw akcjonariuszy w Japonii wyniosła 4, a więc tyle samo co w niektórych krajach o systemie *common law*, takich jak: Australia, Irlandia i Nowa Zelandia. Por. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and...*, po. cit. s. 1130 – 1131.

¹⁵ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate...*, op. cit. s. 494.

¹⁶ R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2003, vol. 69, no. 1.

państwa w sferze gospodarczej. Dotyczy to zwłaszcza koncepcji analizujących wpływ instytucji publicznych na fiskalną i społeczną politykę państwa skutkującą określoną wielkością i strukturą wydatków publicznych. Warto zauważyć, że rozważania teoretyczne nad tym zagadnieniem, wsparte danymi empirycznymi, prowadzą do przeciwstawienia polityki ekonomicznej państwa w krajach o proporcjonalnym i większościowym systemie wyborczym oraz w krajach o parlamentarnym i większościowym systemie rządów. Wynika z nich bowiem, że w demokracjach parlamentarnych, opartych na proporcjonalnym systemie wyborczym, państwo dostarcza więcej dóbr publicznych, finansuje szersze programy socjalne i ma większe rozmiary, w porównaniu z państwem w krajach o systemie prezydenckim i większościowej ordynacji wyborczej¹⁷.

W nurt ten wpisuje się koncepcja M. Pagano i P. Volpina¹⁸, analizująca polityczne przesłanki systemu *corporate governance*, oparta na twierdzeniu, że zróżnicowanie ładu korporacyjnego można wyjaśnić badając system wyborczy stosowany w poszczególnych krajach. W uzasadnieniu tego twierdzenia autorzy nawiązują do omówionych powyżej hipotez La Porty i innych, że:

1. Zasadnicze znaczenie dla ukształtowania się określonego systemu *corporate governance* ma poziom ochrony interesów akcjonariuszy implikujący strukturę własności i rozwój rynków finansowych.
2. Poziom zabezpieczenia interesów inwestorów zależy od tradycji państwa.

Pagano i Volpin utrzymują w mocy pierwszą hipotezę, ale polemizują z drugą argumentując, że niezależnie od tradycji prawa regulacje dotyczące *corporate governance* są rezultatem decyzji politycznych. Zatem poszukując przyczyn różnego poziomu zabezpieczenia interesów inwestorów w poszczególnych krajach należy zwrócić uwagę na instytucje polityczne, a zwłaszcza na system wyborów do legislatury. Dowodząc znaczenia ordynacji wyborczej dla kształtowania się rozwiązań na poziomie *corporate governance*, Pagano i Volpin zbudowali model oparty na następujących założeniach:

- Elektorat tworzą następujące grupy wyborców: przedsiębiorcy, pracownicy, rentierzy (czerpiący chody z działania na rynkach finansowych i pełniący rolę mniejszościowych akcjonariuszy), pracujący na własny rachunek i bezrobotni.
- O głosy wyborców konkurują dwie partie (lub dwie koalicje).

¹⁷ A. Lizzeri, N. Persico, *The Provision of Public Goods under Alternative Electoral Incentives*, „American Economic Review” 2001 vol.91, no.1; G.M. Milesi-Ferretti, R. Perotti, M. Rostango, *Electoral Systems and Public Spending*, „Quarterly Journal of Economics” 2002, vol.117, no.2; T. Persson, G. Tabellini, *Constitutional Rules and Fiscal Policy Outcomes*, „American Economic Review” 2004, vol.94, no.1.

¹⁸ M. Pagano P.F. Volpin, *The Political Economy of Corporate Governance*, „American Economic Review” 2005, vol. 95, no.4.

- Decyzje wyborców kształtują się pod wpływem ich interesów ekonomicznych i ideologii.
- Rentierzy są zainteresowani silną ochroną praw inwestorów, pracownicy – stworzeniem zabezpieczeń przed zwolnieniami z pracy. Dla przedsiębiorców, zainteresowanych dostępem do kapitału zewnętrznego i mogących pełnić rolę akcjonariuszy posiadających kontrolny pakiet akcji, korzystny jest niski poziom zabezpieczenia praw inwestorów.
- Przedsiębiorcy i pracownicy stanowią grupy o względnie homogenicznych preferencjach politycznych i każda z nich udziela poparcia jednej z konkurujących partii. Pozostały elektorat, który tworzą rentierzy, bezrobotni i pracujący na własny rachunek, ma zróżnicowane preferencje polityczne i nie jest jednoznacznie przychylny którejkolwiek z konkurujących partii.

Zdaniem Pagano i Volpina w zależności od systemu wyborów różnie ukształtują się regulacje rynku finansowego i rynku pracy, oferowane w programach wyborczych partii. System proporcjonalny sprzyja regulacjom słabo chroniącym akcjonariuszy i silnie zabezpieczającym interesy pracowników. Z kolei system większościowy, jak twierdzą Pagano i Volpin, sprzyja przeciwnym uregulowaniom prawnym, chroniącym przede wszystkim interesy rentierów. Hipoteza ta jest uzasadniana za pomocą następującej argumentacji.

Proporcjonalny system wyborczy stwarza bodźce dla partii politycznych do zabiegania o głosy grup społecznych o homogenicznych preferencjach, a więc takich jak przedsiębiorcy czy pracownicy. Włączenie do programu wyborczego obietnicy wprowadzenia regulacji korzystnych dla określonej grupy umożliwia przyciągnięcia większej liczby głosujących niż program kierowany do szerokiej populacji, o zróżnicowanych preferencjach.

Inaczej jest w większościowym systemie wyborczym, w którym wybory wygrywa partia uzyskująca większość głosów w większości okręgów. W tzw. pewnych okręgach wyborczych rywalizacja o głosy wyborców ma charakter pozorny, ponieważ od lat jest w nich wybierany kandydat jednej partii. Silna konkurencja ma miejsce tylko w niektórych okręgach. Określa się je mianem kluczowych ponieważ o wynikach w wyborach powszechnych w systemie większościowym decyduje elektorat zamieszkujący te okręgi.

W modelu Pagano i Volpina okręgi kluczowe są zdominowane przez rentierów, a więc elektorat niejednorodny pod względem ideologicznym. To właśnie z powodu braku wyraźnych preferencji politycznych o głosy rentierów nie zabiegają partie konkurujące o władzę w ramach proporcjonalnego systemu wyborczego. Ich poparcie ma natomiast znaczenie w większościowym systemie wyborczym, w którym osiągnięcie sukcesu w kluczowych okręgach wymusza formułowanie szerokiego i kompromisowego programu, który zainteresuje

zarówno rentiera jak i pracującego na własny rachunek czy bezrobotnego.

W celu przetestowania hipotezy o wpływie systemu wyborczego na poziom ochrony praw akcjonariuszy i w konsekwencji na system *corporate governance*, Pagano i Volpin przeprowadzili badania porównawcze dotyczące regulacji chroniących inwestorów i pracowników oraz systemu wyborczego. Badaniami objęto 45 krajów, w tym 21 państw OECD. Na ich podstawie autorzy sformułowali dwa wnioski. Po pierwsze, w grupie 45 krajów proporcjonalny system wyborczy jest istotnie negatywnie skorelowany z ochroną interesów akcjonariuszy, natomiast w grupie krajów OECD jest on pozytywnie skorelowany z ochroną interesów pracowników. Po drugie, w krajach OECD o proporcjonalnym systemie wyborczym regulacje silnie chronią pracowników i słabo akcjonariuszy. Natomiast dla krajów anglosaskich, stosujących większościowy system wyborczy, charakterystyczna jest silna ochrona interesów akcjonariuszy i słaba pracowników.

Odtworzony powyżej sposób rozumowania Pagano i Volpina, przy budowaniu modelu oraz przytoczone wnioski z badań nasuwają pewną wątpliwość. Wydaje się, że koncepcja autorów jest koncepcją z tezą. Wskazuje na to konstrukcja modelu, polegająca na przyjęciu założeń, które pozwalają na wysunięcie hipotezy, że poziom ochrony akcjonariuszy zależy od systemu wyborczego. Dotyczy to przede wszystkim założenia, że wszystkie kluczowe okręgi wyborcze są zdominowane przez rentierów, które nie jest oczywiste, ale przesądza o rezultatach wyborów większościowych na poziomie modelu. Z drugiej strony, utrzymując w mocy założenia przyjęte przez autorów, można dojść do wniosków różnych od tych, które sformułowali Pagano i Volpin. Można bowiem stwierdzić, że w większościowym systemie wyborczym wygra partia, która oferuje wprowadzenie regulacji korzystnych dla pracowników i inwestorów, przegra zaś druga partia, reprezentująca interesy przedsiębiorców przeciwnych ochronie praw akcjonariuszy.

Tabela 1 Ochrona akcjonariuszy, ochrona pracowników i ordynacja wyborcza w krajach OECD

Kraj	ochrona akcjonariuszy ^{a)}	ochrona pracowników ^{b)}	ordynacja wyborcza ^{c)}
Austria	2	2.39	3
Australia	4	1.06	1
Belgia	0	3.02	3
Dania	2	2.43	3
Finlandia	3	2.22	3
Francja	3	2.73	1
Grecja	2	3.61	2
Hiszpania	4	3.66	2
Holandia	2	3.06	3
Irlandia	4	1.00	3
Japonia	4	2.64	0
Kanada	5	0.63	0
Niemcy	1	3.55	2
Norwegia	4	3.09	3
Nowa Zelandia	4	1.01	0
Portugalia	3	4.20	3
Szwajcaria	2	1.27	2
Szwecja	3	3.45	3
USA	5	0.22	0
Wielka Brytania	5	0.51	0
Włochy	1	4.15	3

a) i b) im większa wartość indeksu tym wyższy poziom ochrony interesów, odpowiednio inwestorów i pracowników, c) 0 - system większościowy; 1 - system większościowy zmodyfikowany, w którym większość deputowanych jest wybierana w systemie większościowym; 2 - system proporcjonalny zmodyfikowany, w którym większość deputowanych jest wybierana w systemie proporcjonalnym; 3 - system proporcjonalny.

Źródło: M. Pagano, P. F. Volpin, *The Political Economy of Corporate Governance*, "The American Economic Review", 2005, vol. 95, no. 4, s. 1019.

Model Pagano i Volpina może zatem posłużyć do sformułowania hipotezy, że większościowy system wyborczy będzie sprzyjał ochronie interesów akcjonariuszy i pracowników na podobnym poziomie. Taka hipoteza byłaby jednak sprzeczna z danymi empirycznymi przytoczonymi przez autorów, które ilustrują badane zależności. Z danych tych, przedstawionych w tabeli 1, wynika bowiem, że większościowy system wyborczy silnie zabezpiecza interesy inwestorów i słabo pracowników, z wyjątkiem Japonii, w której poziom ochrony

pracowników jest podobny do poziomu zabezpieczeń ich interesów w niektórych krajach o proporcjonalnej ordynacji wyborczej. Z danych tych wynika także, że w niektórych krajach o proporcjonalnym systemie wyborczym, takich jak Norwegia, Portugalia i Szwecja, interesy akcjonariuszy i pracowników są chronione na zbliżonym poziomie. Przypadki te trudno wyjaśnić na gruncie koncepcji Pagano i Volpina przeciwstawiającej proporcjonalny i większościowy system wyborczy z punktu widzenia poziomu ochrony interesów akcjonariuszy i pracowników. Ostatecznie, pomimo wysuniętych wątpliwości odnośnie do zaproponowanego przez Pagano i Volpina wyjaśnienia różnic w systemie *corporate governance*, za pomocą różnic w systemie wyborczym w poszczególnych krajach, należy przyjąć, że wyjaśnienie to zawiera czynnik eksplanacyjny istotny. Wydaje się jednak, że czynników takich jest więcej, co sugerują autorzy wykazując m. in., że w krajach OECD w latach dziewięćdziesiątych XX w. Indeks mierzący poziom ochrony akcjonariuszy powiększył się niemal o połowę, z powodów niezależnych od systemu głosowania. Jest to jedno z wielu zjawisk, które trudno wyjaśnić w świetle omówionych koncepcji co implikuje konieczność prowadzenia pogłębionych badań.

Zakończenie

Z przedstawionego powyżej przeglądu koncepcji stanu badań nad znaczeniem ram instytucjonalnych dla kształtowania się systemu *corporate governance* wynika, że badania te znajdują się w fazie początkowej i w związku z tym trudno jest formułować uogólnienia. Wstępnie jednak można wysunąć twierdzenie, że nie jest możliwe wyjaśnienie systemu *corporate governance* w danym kraju bez uwzględnienia kontekstu instytucjonalnego. Z drugiej strony, instytucje stanowią strukturę złożoną z wielu powiązanych ze sobą norm prawnych, norm społecznych oraz mechanizmów ich egzekwowania, co powoduje, że eksponowanie znaczenia którejkolwiek z nich budzi wątpliwości, natomiast uwzględnienie ram instytucjonalnych w całej ich złożoności okazuje się niezwykle trudne.

Literatura:

1. Baumol W.J., *Entrepreneurship: productive, unproductive and destructive*, „Journal of Political Economy” 1990, vol.98.
2. Berle A. A., Means G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York 1932.
3. Borkowska B., *Regulacja monopolu naturalnego w teorii i praktyce*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2009.
4. Cooper R., Ulen T., *Ekonomiczna analiza prawa*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
5. Gomes A., *Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects*, „The Journal of Finance” 2000, vol. 55, no.2.
6. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership around*

- the World*, „The Journal of Finance” 1999, vol.54, no.2.
7. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, no.6.
 8. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Legal Determinants of External Finance*, „The Journal of Finance” 1997, vol.52, no.3.
 9. Lizzeri A., Persico N., *The Provision of Public Goods under Alternative Electoral Incentives*, „American Economic Review” 2001 vol.91, no.1.
 10. Milesi-Ferretti G. M., Perotti R., Rostango M., *Electoral Systems and Public Spending*, „Quarterly Journal of Economics” 2002, vol.117, no.2.
 11. Olson M., *The Logic of Collective Action: Public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 1965.
 12. Pagano M., Volpin P. F., *The Political Economy of Corporate Governance*, „The American Economic Review”, 2005, vol. 95, no. 4, s. 1019.
 13. Pagano M., Volpin P.F., *The Political Economy of Corporate Governance*, „American Economic Review”, 2005, vol. 95, no.4.
 14. Persson T., Tabellini G., *Constitutional Rules and Fiscal Policy Outcomes*, „American Economic Review” 2004, vol.94, no.1.
 15. Rajan R. G., Zingales L., *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2003, vol.69, no.1.
 16. Roe M., *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton 1994.

Streszczenie

W ekonomii proponowanych jest wiele wyjaśnień kształtowania się różnych systemów *corporate governance* w poszczególnych krajach. W artykule zostały omówione koncepcje, wsparte danymi empirycznymi, które zmierzają do wyjaśnienia wpływu instytucji publicznych na system *corporate governance*.

Institutional environment and corporate governance

Summary

The economic literature presents number of models that explain corporate governance in different countries. The aim of this paper is presentation of theoretical and empirical researches that explain how institutional environment affects corporate governance.