

TOMASZ KOZŁOWSKI

OCHRONA INWESTORÓW A STRUKTURA SYSTEMU FINANSOWEGO

WSTĘP

System finansowy możemy zdefiniować jako „mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi, w skład którego wchodzi instrumenty finansowe, rynki finansowe, instytucje finansowe oraz zasady określające sposób ich funkcjonowania”¹. Pierwsza część definicji wskazuje na podstawowe zadania systemu finansowego, natomiast druga na elementy, do których funkcje te się odnoszą. Pojęcie struktury systemu finansowego możemy więc rozpatrywać na różnych płaszczyznach, poprzez badanie możliwych kombinacji jego elementów składowych. Powszechnie jednak występującym w literaturze podziałem, stosowanym również w niniejszej pracy, jest ten, który odnosi się do względnego znaczenia rynku papierów wartościowych i banków. Wskazuje się mianowicie na dwa modele systemów finansowych, tj. tzw. bankowo zorientowany (zwany także kontynentalnym, niemiecko-japońskim lub reńskim) oraz oparty na rynkach papierów wartościowych (anglo-amerykański, anglosaski). Miana te wskazują na instytucje odgrywające decydującą rolę w mobilizowaniu oszczędności, alokacji kapitału, nadzorze decyzji inwestycyjnych oraz dostarczeniu

¹ Z. Polański, *System finansowy*, [w:] B. Pietrzak, Z. Polański (red.), *System finansowy w Polsce: lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 11. Definicja ta wydaje się najbardziej kompleksową, gdyż obejmuje całe spektrum elementów składających się na system finansowy. Inne jego określenia wskazują zazwyczaj na wybrane kategorie, tj. przede wszystkim na instytucje i rynki finansowe. Por.: Z. Bodie, R. Merton, *Finanse*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s. 50 oraz *Finansowe rynki kapitałowe. Przypadek Polski lat dziewięćdziesiątych*, W. Milo (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 10.

narzędzi zarządzania. Niniejsze modele są oczywiście typami skrajnymi. Ponadto w literaturze najczęściej przytacza się przykład Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii jako krajów z systemami finansowymi typu anglosaskiego, natomiast Niemiec i Japonii jako gospodarek z bankowo zorientowanymi systemami finansowymi². Powszechne jest jednak istnienie obu segmentów systemu finansowego, choć ich względne znaczenie jest różne³.

Powyższy podział nie jest bynajmniej czysto akademickim problemem. Wyniki badań świadczą bowiem o istnieniu różnic w sposobie funkcjonowania banków i rynków kapitałowych, które to mają wpływ na sferę realną gospodarki⁴.

W literaturze wskazuje się na szereg czynników, mogących odgrywać rolę w kształtowaniu danej struktury systemu finansowego. Zalicza się do nich takie zmienne jak: poziom rozwoju gospodarczego, konieczność osiągnięcia odpowiedniej skali działalności, stabilizację gospodarczą, postęp techniczny, globalizację, asymetrię informacji i hazard moralny, politykę (ustrój, preferencje polityczne), i wreszcie interesujące nas czynniki prawne.

Celem szeroko pojętej regulacji systemu finansowego jest stymulowanie konkurencji w sektorze finansowym, zapewnienie stabilności makro- i mikroekonomicznej, a także przejrzystości jego funkcjonowania oraz ochrony inwestorów⁵. W niniejszej pracy uwaga zostanie skupiona na przedstawieniu wyników badań prawnego podejścia do ładu korporacyjnego, a ściślej – na czynnikach związanych z ochroną praw inwestorów⁶. Podstawowe wnioski można streścić następująco: dla struktury systemu finansowego istotne znaczenie ma poziom ochrony inwestorów (udziałowców i wierzycieli). Na niego zaś wpływ wywierają pewne czynniki prawne, do których zaliczyć możemy

² Analiza empiryczna struktury systemu finansowego dla szerokiego spektrum krajów przeprowadzona została w: T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *A New Database of Financial Development and Structure*, The World Bank, Policy Research Working Paper 1999, No. 2416; A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, The World Bank, Policy Research Working Paper 1999, No. 2143.

³ W pracy J. H. Boyd, B. D. Smith, *The evolution of debt and equity markets in economic development*, Economic Theory 1998, vol. 12, Issue 3, prezentowany jest model teoretyczny, stanowiący m.in. uzasadnienie dla komplementarności finansowania podmiotów poprzez emisję długu i instrumentów udziałowych.

⁴ Przegląd literatury traktującej o wadach i zaletach banków i rynków papierów wartościowych znajduje się w artykule R. Levine, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?*, Journal of Financial Intermediation 2002, vol. 11, No. 4, s. 399–402.

⁵ Por. G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti, *Financial Market Regulation: The Case of Italy and Proposal for the Euro Area*, The Wharton School, University of Pennsylvania, Center for Financial Institutions Working Paper 2000, No. 00–24, s. 4–5.

istniejącą w danym kraju kulturę prawa i regulacje w zakresie ładu korporacyjnego wsparte odpowiednimi zasadami ich egzekwowania. Tak zakreślony obszar badań nie obejmuje jednak szeregu innych regulacji prawnych, które stanowią potencjalne czynniki kształtujące strukturę systemu finansowego. Możemy do nich zaliczyć prawo podatkowe, regulacje w zakresie przepływów kapitału, przepisy dotyczące funkcjonowania sektora bankowego i rynku papierów wartościowych. Ze względu jednak na inny charakter, szczególnie trzech pierwszych czynników, zostaną one tutaj pominięte.

Praca składa się z pięciu części. W pierwszej określone zostało znaczenie kultury prawnej dla struktury systemu finansowego. Część druga stanowi prezentację wyników dotyczących roli określonych regulacji w zakresie ładu korporacyjnego, standardów rachunkowości oraz stopnia egzekwowania przepisów dla ochrony praw inwestorów i w efekcie struktury systemu finansowego. W części trzeciej podjęto próbę przeglądu literatury wskazującej na wzajemne związki powyższych charakterystyk prawa, a w kolejnej łącznego ich wpływu na strukturę systemu finansowego. W stosunku do dorobku wskazującego na powyższe zależności pojawiła się krytyka, którą zaprezentowano w ostatniej części pracy.

KULTURA PRAWNA A STRUKTURA SYSTEMU FINANSOWEGO

Pierwszym szeroko w literaturze diskutowanym czynnikiem w omawianej tutaj dziedzinie była rola istniejącej w danym kraju kultury prawnej. Możemy ją zdefiniować jako zespół

cech porządków prawnych [...], dotyczących sposobu pojmowania prawa, jego źródeł, pewnych konstrukcji prawniczych praktyki i doktryny, odrębności ich historycznego kształtowania się oraz procesu powstawania i stosowania prawa, odmiennej roli społecznego otoczenia prawa oraz nauk prawnych na ich kanwie powstających⁷.

W literaturze dotyczącej rozpatrywanych związków tej kategorii z finansami zwraca się uwagę na klasyfikację kultur prawa, polegającą na wyróżnieniu

⁶ Na temat fundamentów niniejszego podejścia zob. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*, NBER Working Paper 1999, No. 7428, s. 2–4.

⁷ A. Korbylski, L. Leszczyński, A. Pieniążek, *Wstęp do prawoznawstwa*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2003, s. 57.

kultury prawa powszechnego i prawa stanowionego, a bardziej szczegółowo – angielskiej kultury prawa powszechnego oraz francuskiej, niemieckiej i skandynawskiej kultury prawa stanowionego⁸. Spośród nich najbardziej powszechne są dwie pierwsze i stanowią one fundament dla kultur prawnych występujących w większości krajów⁹.

Dla potrzeb pracy omówione zostaną tylko te cechy, które są istotne z punktu widzenia jej celu¹⁰. Po pierwsze, w kulturze prawa stanowionego, prawo jest w przeważającej części ściśle skodyfikowane. Dzięki temu sędziowie, zamiast szeroko pojmowanych zasad lub standardów prawnych, posiadają jasne reguły, którymi należy się kierować przy podejmowaniu decyzji¹¹. Kodyfikacja prawa ma oczywiście miejsce także w państwach z systemem prawa powszechnego¹². Sędzia, w obliczu różnic występujących pomiędzy rozpatrywaną sprawą a w gruncie rzeczy specyficznymi sytuacjami, do których stosuje się dany paragraf, posiada jednak pewną swobodę w ich stosowaniu. W efekcie, interpretując prawo, w pewnym sensie staje się on jego kreatorem. W systemach o kulturze prawa powszechnego, w przeciwieństwie do tradycji opo-

⁸ Należy tutaj zwrócić uwagę na możliwość powstania nieporozumienia wynikającego z powszechnie występującego w literaturze anglojęzycznej sposobu określania prawa stanowionego jako *civil law*. Nazwa ta tłumaczona jako „prawo cywilne” nie obejmuje bowiem wszystkich gałęzi prawa znanych w kulturze prawa stanowionego. Przy tłumaczeniu tego określenia należy więc pamiętać, że w anglo-amerykańskiej komparystyce prawniczej odróżnia się świat prawa powszechnego (określany jako *common law world*) od świata prawa stanowionego (ang. *civil law world*), a w szczególności ten pochodzący od prawa rzymskiego. Szerzej na ten temat zob. R. Tokarczyk, *Współczesne kultury prawne*, Zakamycze, Kraków 2005, s. 147–148.

⁹ Były one mianowicie implementowane w XIX w. przez ówczesne mocarstwa na obszarach ich dominacji. W artykule E. L. Glaeser, A. Shleifer, *Legal Origins*, *The Quarterly Journal of Economics* 2002, November i w pracy S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Courts: The Lex Mundi Project*, NBER Working Paper 2002, No. 8890, s. 10–16 znajduje się przegląd cech oraz historycznie uargumentowane przedstawienie czynników, które ukształtowały konkurencyjne wobec siebie kultury prawa. Praca R. Tokarczyk, op.cit., s. 116–141, 149–153, zawiera opis historycznych źródeł kultur prawa stanowionego i powszechnego. Z kolei w artykule R. Levine, *Law, Finance and Economic Growth*, *Journal of Financial Intermediation* 1999, vol. 8, Issue 2, s. 12–15, znajduje się rys historyczny i klasyfikacja krajów w zakresie istniejących w nich systemów prawnych.

¹⁰ Pełen opis charakterystyk kultur prawnych znajduje się w: R. Tokarczyk, op.cit., s. 141–144, 159–163 oraz A. Korbylski, L. Leszczyński, A. Pieniążek, op.cit., s. 59–63.

¹¹ Ich zadaniem jest mianowicie taka analiza faktów, aby powiązać je możliwie wiernie z przepisami prawa i na ich podstawie wydać orzeczenie. Konieczność ta wynika z cechy kodyfikacji prawa, jaką jest brak możliwości objęcia nią wszystkich występujących w rzeczywistości przypadków, a tym bardziej tych, które jeszcze nie wystąpiły.

¹² Często jednak tamtejsze przepisy są sumą wcześniejszych decyzji sądowych.

zycyjnej, mamy więc do czynienia w dużej mierze z zatarciem różnic pomiędzy procesami tworzenia i stosowania prawa.

W krajach z kulturą prawa stanowionego jego tworzeniem zajmuje się wiele podmiotów. Może to być powodem powstawania aktów prawnych niskiej jakości, sprzecznych ze sobą, pełnych luk, które też są często zmieniane. Z kolei *common law* jest prawem tworzoną przez sędziów i opiera się na precedensach, czyli pierwszych sądowych rozstrzygnięciach spraw należących do określonej kategorii. Z jednej strony są to normy jednostkowe, odpowiadające konkretnym przypadkom, z drugiej zaś stanowią one potencjalnie podstawę dla rozstrzygnięć kolejnych, podobnych spraw. W efekcie precedensy sprzyjają ciągłości, trwałości, pewności i przewidywalności prawa¹³.

Kolejną charakterystyką prawa powszechnego jest jego kazuistyczność. Oznacza to, że dla każdej konkretnej sprawy tworzone jest tylko dla niej właściwe prawo. Obowiązuje ono dla kolejnych spraw jedynie wtedy, gdy sędzia dostrzeże i uzna ich wzajemne podobieństwo. Cecha ta jest przeciwieństwem ogólności prawa stanowionego.

Dodatkowych charakterystyk obu kultur prawnych dostarczają badania empiryczne. S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, na podstawie rezultatów otrzymanych w przeprowadzonym w ponad stu krajach badaniu kwestionariuszowym, wykazali, że kraje z kulturą prawa stanowionego (szczególnie o źródłach francuskich) charakteryzują się większym stopniem sformalizowania procedur sądowych w porównaniu z krajami z kulturą prawa powszechnego¹⁴.

Mając pokrótce przedstawiony obraz zachodnich kultur prawnych, możemy przejść do określenia ich wpływu na kształt systemu finansowego. Powyższa charakterystyka kultur prawnych sugeruje, że jednym z obszarów, w któ-

¹³ Prawo precedensowe może jednak być zmienione przez prawo stanowione. Poza tym, ze względu na niezawisłość sądów, istnieje możliwość pojawienia się tzw. norm kontrprecedensowych, które uchylają poprzednie orzecznictwo.

¹⁴ Jak jednak sami autorzy zastrzegają, formalizm prawny może być w pewnych sytuacjach pożądany, zapewniając właściwy przebieg procesu. Na temat metodologii i (szerzej) wyników badania oraz ich implikacji zob.: S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *op.cit.*, s. 10–38. W innym badaniu wspomniani autorzy wykazali, że kraje z francuską i niemiecką kulturą prawa stanowionego, w porównaniu z krajami skandynawskimi oraz tymi z kulturą prawa powszechnego, posiadają, przeciętnie rzecz biorąc, bardziej złożone procedury związane z założeniem przedsiębiorstwa. Zmienną objaśniającą była liczba procedur, koniecznych do rejestracji przedsiębiorstwa, liczba dni upływających pomiędzy wszczęciem tych procedur i ich zakończeniem oraz ponoszone przy tym koszty. Szerzej zob.: S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *The Regulation of Entry*, *The Quarterly Journal of Economics* 2002, February, s. 31–34.

rzym ścisła kodyfikacja prawa może okazać się nieefektywna, jest ochrona inwestorów zewnętrznych (tak kredytodawców, jak i lokujących nadwyżki środków w udziały) przed utratą własności na rzecz podmiotów znajdujących się wewnątrz przedsiębiorstw. Przyczyną tego mogą być luki powstające w przepisach prawa w sytuacji ciągle zmieniających się uwarunkowań gospodarczych. Ponadto zwraca się uwagę na brak możliwości skodyfikowania prawa dla wszystkich, mniej lub bardziej prawdopodobnych przypadków. Fakty te oraz skłonność Temidy (a właściwie często wręcz wymóg) do literalnego stosowania istniejących przepisów stwarzają pokusę do pewnych niemoralnych (choć niekoniecznie nielegalnych) zachowań dla osiągnięcia przez podmioty określonych korzyści. W efekcie tego, ze względu na potencjalne trudności w uwiarygodnieniu samych siebie na rynku finansowym, jednostki zgłaszające popyt na środki finansowe mogą mieć problemy z ich pozyskaniem. Właśnie w tym miejscu uwidacznia się przewaga banków względem podmiotów indywidualnych. Mogą one bowiem dostarczyć usług trudnych do zaoferowania przez tych ostatnich¹⁵. W związku z tym, w krajach z kulturą prawa stanowionego dominować powinien sektor bankowy. W krajach z kulturą prawa powszechnego, które charakteryzują się większym poziomem szeroko rozumianej ochrony inwestorów (potencjalnych i rzeczywistych), większe znaczenie będzie miał rynek papierów wartościowych¹⁶. Powyższa argumentacja uzyskała wsparcie w kilku badaniach empirycznych¹⁷.

Beck, Demirgüç-Kunt i Levine, oprócz określenia znaczenia samej kultury prawnej, próbują zidentyfikować te ich cechy, które mają wpływ na kształt systemu finansowego. Wskazują na dwa kanały, poprzez które typ kultury prawnej może wpływać na rozwój systemu finansowego. W pierwszym z nich, tzw. „politycznym”, dowodzi się, że kultury prawne różnią się co do nadrzędności praw własności prywatnej i publicznej. Drugi kanał, tzw. „adaptacyjności”, wskazuje na istnienie różnic pomiędzy konkurencyjnymi kulturami

¹⁵ Na przykład monitorując swoich wierzycieli, zmniejszają prawdopodobieństwo niepożądanych z ich strony działań; budując bliskie więzi z nimi, mogą obniżyć koszty swej działalności, a przez to zwiększyć dostępność kredytu.

¹⁶ Por. O. E. Ergungor, *Market – versus bank-based financial systems. Do rights and regulations really matter?*, Journal of Banking and Finance 2004, vol. 28, Issue 2, s. 2872–2873.

¹⁷ Na temat wyników badań empirycznych zob. ibidem, s. 2873–2879. A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op.cit., s. 26–27; C. Fohlin, *Economic, Political and Legal Factors in Financial System Development: International Patterns in Historical Perspective*, California Institute of Technology, Division of Humanities and Social Sciences, Working Paper 2000, No. 1089 s. 20–21. Ponadto w pracy M. Burkart, F. Panunzi, A. Shleifer, *Family Firms*, The Journal of Finance 2003, vol. LVIII, No. 5, opierając się na modelu teoretycznym, wskazuje się na istotność poziomu ochrony właścicieli mniejszościowych dla sprzedaży firm rodzinnych.

prawnymi w zdolności do ewolucji prawa wraz ze zmieniającymi się uwarunkowaniami. Mimo że oba kanały są wzajemnie ze sobą powiązanymi elementami teorii prawa i finansów, to jednak kładą nacisk na różne mechanizmy. Pierwszy skupia się bowiem na sile państwa, drugi natomiast na procesie stanowienia prawa.

Wyniki badań wskazują na posiadanie przez kraje z kulturą prawa powszechnego systemów prawnych o większej niezależności politycznej i elastyczności w dostosowywaniu się do zmian zewnętrznych w porównaniu z krajami o francuskiej kulturze prawa stanowionego. Kraje z niemiecką kulturą prawa stanowionego w odniesieniu do kanału „politycznego” posiadają charakterystyki bliskie systemom prawnym o źródłach francuskich, natomiast w przypadku kanału „adaptywności” znajdują się pomiędzy nimi a krajami z kulturą prawa powszechnego. Tenże odgrywa większą rolę w wyjaśnianiu różnic w rozwoju rynku akcji jak i sektora bankowego¹⁸. W innej pracy ci sami autorzy dowodzą, że choć dla rozwoju rynku kapitałowego, pośredników finansowych oraz poziomu ochrony inwestorów istotne znaczenie mają systemy prawne implementowane w koloniach (z naciskiem na przewagę w tym względzie krajów z kulturą prawa powszechnego), to jednak większa wartość objaśniająca charakteryzuje istniejące na danym obszarze uwarunkowania geograficzne¹⁹.

¹⁸ Ponadto wyniki dowodzą znaczenia kultury prawnej dla rozwoju systemu finansowego. Najwyższym poziomem rozwoju charakteryzują się kraje z kulturą prawa powszechnego, najniższym zaś państwa z francuską kulturą prawa stanowionego. Pomiedzy nimi plasują się kraje o niemieckich źródłach prawa. W odniesieniu do rozwoju sektora bankowego wyniki wskazują jednak na pewną przewagę tych ostatnich w stosunku do krajów z kulturą prawa powszechnego. Szerzej na temat kanałów, poprzez które kultury prawne oddziałują na sferę finansów oraz metodologii i wyników analizy zob. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?*, NBER Working Paper 2002, No. 9379, s. 6–29. W innym badaniu wspomniani autorzy wskazują na istnienie większych trudności w dostępie do finansowania zewnętrznego w krajach z francuską kulturą prawa stanowionego w porównaniu z pozostałymi krajami. I w tym wypadku istotny w wyjaśnieniu tych przeszkód okazał się kanał „adaptywności”. Szerzej na temat tych wyników badań oraz zastosowanej metodologii zob. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Law and Firms' Access to Finance*, NBER Working Paper 2002, No. 10587, s. 9–24.

¹⁹ Biorąc pod uwagę czynniki geograficzne, autorzy nawiązują do tzw. teorii fundacji (ang. *endowment theory*). Skupia się ona na uwarunkowaniach geograficznych, które kształtowały strategię kolonizacji i konstrukcję instytucjonalną na jej obszarach. W większości przypadków na kształt instytucjonalny krajów wpływ wywierało zaledwie kilka mocarstw. Obie teorie, choć wskazują na znaczenie państw-kolonizatorów w kształtowaniu instytucji na obszarach ich dominacji, to jednak stanowią różne podejścia do mechanizmu wpływu tych instytucji na odno-

REGULACJE PRAWNE A STRUKTURA SYSTEMU FINANSOWEGO

Obok wskazania na znaczenie cech kultur prawnych badano także rolę, jaką w kształtowaniu systemu finansowego odgrywały regulacje prawne dotyczące ochrony inwestorów. W odniesieniu do udziałowców przedsiębiorstw, poruszane w badanej literaturze kwestie ochrony dotyczą praw w zakresie podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie (szczególnie przez współwłaścicieli mniejszościowych)²⁰ a także standardów rachunkowości i obowiązków informacyjnych. Jeśli chodzi o wierzycieli, to podstawowe znaczenie mają przepisy dotyczące likwidacji i restrukturyzacji niewypłacalnych podmiotów²¹.

szenie się narodów do prywatnej własności i rozwoju sfery finansów. Podczas gdy pierwsza teoria wskazuje na kulturę prawną kolonizatora (a więc jego identyfikacja jest tutaj kluczowa), to drugie podejście skupia się na wpływie uwarunkowań w kolonii na konstrukcję trwałych instytucji (a więc kluczowe są warunki panujące w kolonii, a nie cechy kolonizatora). Szerzej na temat wyników a także zastosowanej metodologii zob. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Law, Endowment and Finance*, NBER Working Paper 2002, No. 9089.

²⁰ Po pierwsze, różnice mogą dotyczyć przypisanych do danego udziału praw w zakresie głosowania. Wskazuje się, że ochrona inwestorów jest silniejsza w przypadku powiązania prawa do dywidendy z prawem do głosu. Po drugie, istotnym czynnikiem jest zakres, w jakim przepisy prawne chronią udziałowców mniejszościowych. Pewne szczegółowe rozwiązania powodują, że ich prawa są słabiej chronione. Pośród nich wskazuje się na wymóg osobistego stawienia się na zgromadzenie akcjonariuszy, wcześniejszego złożenia w depozyt posiadanych akcji, brak możliwości tzw. głosowania skumulowanego przy wyborze władz spółki (w którym to akcjonariusz posiada tyle głosów, ile członków ma liczyć rada i może dowolnie rozłożyć głosy pomiędzy kandydatów), nieproporcjonalna reprezentacja we władzach, brak prawa do sądowego podważenia decyzji zarządu, brak możliwości obligatoryjnego wykupu akcji posiadanych przez udziałowców mniejszościowych w przypadku konfliktu ich interesów ze strategicznymi dla spółki decyzjami podejmowanymi przez zarząd lub dominujących udziałowców, brak preferencji dla dotychczasowych udziałowców przy zakupie akcji nowej emisji, wysoki próg procentowy, wymagany do zwołania zgromadzenia akcjonariuszy. Po trzecie, rozwiązaniem, które może stanowić prawny substytut dla ewentualnych słabości poprzednich jest zobowiązanie się przedsiębiorstwa do systematycznej wypłaty dywidendy. Na temat znaczenia szczegółowych rozwiązań prawnych dla siły ochrony współwłaścicieli zob. szerzej R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law and Finance*, NBER Working Paper 1997, No. 5661, s. 16–19. W innej pracy, na podstawie zbudowanego modelu, wskazuje się na pozytywny wpływ ochrony udziałowców m.in. na poziom rozwoju rynku akcji i rozproszenie akcjonariatu. Szerzej zob. A. Shleifer, D. Wolfenzon, *Investor Protection and Equity Markets*, NBER Working Paper 2000, No. 7974.

²¹ Również w tym wypadku istnieje szereg szczegółowych rozwiązań, kombinacja których wskazuje na zakres ochrony wierzycieli. Większość udzielanych kredytów posiada zabezpieczenie i do tych rozwiązań odnoszą się analizy w zakresie prawnej ochrony tych podmiotów. Ne-

A. Demirgüç-Kunt i R. Levine wskazują na istnienie korelacji pomiędzy systemami finansowymi z dominującymi w nich rynkami kapitałowymi a silnymi regulacjami w zakresie uprawnień udziałowców. Regulacje dotyczące wierzycieli wywierają natomiast nikły wpływ na kształt dwóch rozpatrywanych systemów finansowych. Jednocześnie jednak silne prawa w tym zakresie zmniejszają prawdopodobieństwo istnienia w danym kraju słabo rozwiniętego systemu finansowego²². Z kolei R. Levine wskazuje na pozytywny wpływ istnienia silnej ochrony wierzycieli na poziom rozwoju pośredników bankowych i niebankowych²³.

Patrząc z teoretycznego punktu widzenia, odpowiednie ukształtowanie standardów rachunkowości służy przepływowi informacji od podmiotów gospodarczych i poprawie efektywności kierowania przedsiębiorstwem, niejako pośrednio wpływając na stopień ochrony inwestorów. Wyniki badań empirycznych nie dowodzą jednak istnienia jednoznacznego kierunku ich wpływu na kształt systemu finansowego. Z jednej bowiem strony wskazuje się na pozytywny związek pomiędzy silnymi standardami rachunkowości i systemami finansowymi opartymi na rynku kapitałowym²⁴. Z drugiej zaś, w krajach z bardziej przejrzystymi standardami rachunkowości większa część kredytu jest alokowana przez banki komercyjne w porównaniu z bankiem centralnym i w większym stopniu do sektora prywatnego w porównaniu z publicznym²⁵. Na tej podstawie można wyciągnąć wniosek, że dostarczenie odpowiedniej informacji inwestorom wywiera pozytywny wpływ na ogólny poziom rozwoju systemu finansowego.

gatywnie na jej siłę wpływa np.: automatyczna blokada aktywów przedsiębiorstwa poddającego się procedurze restrukturyzacji, brak pierwszeństwa kredytodawców przed innymi zainteresowanymi stronami (np. państwem, pracownikami) do środków stanowiących zabezpieczenie kredytu, brak wymogu zgody kredytodawców na restrukturyzację, dalsze kierowanie przedsiębiorstwem przez zarząd zamiast przez ustanowione sądownie ciało lub też przez wierzycieli w przypadku wszczęcia procedury naprawczej. Na temat znaczenia szczegółowych rozwiązań prawnych dla siły ochrony wierzycieli zob. szerzej R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law...*, s. 22–24.

²² Szerzej zob.: A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op.cit., s. 27–28.

²³ Wskaźnikami poziomu rozwoju, które znalazły tutaj zastosowanie były: stosunek płynnych zobowiązań bankowych i niebankowych pośredników finansowych do PKB, wskaźnik wartości kredytu bankowego względem sumy teźże wielkości i kredytu udzielonego przez bank centralny, stopa kredytu alokowanego do sektora prywatnego względem ogólnej sumy kredytu i PKB. Na temat wyników zob. szerzej R. Levine, *Law...*, s. 18–19.

²⁴ Zob. szerzej: A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op.cit., s. 30–31.

²⁵ Szerzej na temat wyników badania zob.: R. Levine, *Law...*, s. 23–24.

Fakt istnienia określonych regulacji prawnych nie wpływa jednak automatycznie na poziom ochrony inwestorów. Dla ograniczenia ryzyka inwestycji konieczne jest istnienie odpowiedniego stopnia egzekwowania prawa²⁶. Wyniki badań wskazują raczej na jego pozytywny wpływ na poziom ogólnego rozwoju systemu rynku finansowego niż jakiegось konkretnego jego segmentu²⁷.

REGULACJE PRAWNE ŁADU KORPORACYJNEGO A TYP KULTURY PRAWNEJ

Powyższy opis dotyczył badań, w których kulturę prawa i regulacje w zakresie ochrony inwestorów traktowano niezależnie. Istnieje jednak literatura, w której, po pierwsze, prowadzona analiza miała na celu odpowiedź na pytanie, czy kultury prawne charakteryzują się różnymi rozwiązaniami regulacyjnymi w zakresie ochrony inwestorów. Po drugie, wskazuje się w niej także na wpływ obu grup czynników na strukturę systemu finansowego.

Badania empiryczne świadczą o istnieniu związku pomiędzy zakresem ochrony udziałowców a typem kultury prawnej. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R. W. Vishny wskazują, że kraje z kulturą prawa powszechnego posiadają najlepsze regulacje w zakresie ochrony udziałowców mniejszościowych. W krajach z kulturą prawną o źródłach francuskich ochrona ta jest na najniższym poziomie. Niewiele lepiej sytuacja kształtuje się w krajach, w których funkcjonuje kultura prawna pochodzenia niemieckiego. Można by

²⁶ Przykładem stosowanych mierników w tym zakresie jest efektywność sądownictwa, poszanowania prawa, poziom korupcji, ryzyko wywłaszczenia przez państwo, czy odmowy dotrzymania zawartych przezeń umów. Pierwsze dwa wskaźniki odnoszą się bezpośrednio do kwestii egzekwowania prawa; pozostałe zaś do stosunku państwa w do prywatnej działalności gospodarczej.

²⁷ W pracy A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, op.cit., s. 29 wskazuje się na pozytywny wpływ przestrzegania warunków kontraktów na ogólny poziom rozwoju systemów finansowych. Z kolei w artykule R. Levine, *Law...*, s. 19–22, dowodzi się zależności między omawianą tutaj charakterystyką a poziomem rozwoju bankowych i niebankowych pośredników finansowych. Na podobną zależność w modelu matematycznym wskazuje się w pracy D. Egli, S. Onegna, D. C. Smith, *On the Sequencing of Projects Reputation Building and Relationship Finance*, Tilburg University, Center for Economic Research Working Paper 2001, No. 2001. W literaturze pod uwagę bierze się też znaczenie korupcji w kształtowaniu struktury systemu finansowego. Im wyższy jest jej poziom, tym, średnio rzecz biorąc, w systemach finansowych większą rolę odgrywają banki. Wyjaśnieniem tego faktu może być jej negatywny wpływ na skuteczność egzekwowania prawa. Szerzej na temat wyników tego badania zob.: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law...*, s. 20–22.

przypuszczać, że w warunkach słabszej ochrony podmiotów inwestujących w udziały kraje z kulturą prawa stanowionego stosunkowo lepiej powinny sobie radzić z zabezpieczeniem praw wierzycieli. Dostępne wyniki badań nie potwierdzają jednak tezy o substytucyjności odpowiednich regulacji, szczególnie w odniesieniu do krajów z francuską kulturą prawa stanowionego²⁸.

Kolejna grupa regulacji dotyczy standardów rachunkowości. W przytoczonej już wyżej pracy, bazując na skonstruowanym przez siebie mierniku, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny wskazują na istnienie najlepszych rozwiązań w tym zakresie w krajach skandynawskich, przed krajami z prawem powszechnym, niemieckim i francuskim²⁹.

W tej samej pracy autorzy dokonali określenia stopnia egzekwowania prawa. Wskazują na najwyższy jego poziom w krajach z kulturą prawną typu niemieckiego i skandynawskiego. Nieco słabiej pod tym względem, średnio rzecz biorąc, wypadają kraje z prawem powszechnym; najgorzej zaś kraje z kulturą prawną typu francuskiego³⁰. W innym badaniu wykazano, że kraje z kulturą prawa stanowionego charakteryzują się także większą skalą korupcji³¹.

Należy pamiętać, że powyższe związki statystyczne nie świadczą jeszcze o istnieniu zależności przyczynowo-skutkowej. Trzeba bowiem pamiętać o różnicy między kulturą prawną a określonymi regulacjami. Otóż istniejący w danym kraju typ kultury prawnej jest wypadkową często odległego w czasie działania wielu czynników i jest głęboko zakorzeniony w historii. Regulacje prawne są natomiast kształtowane w wyniku decyzji politycznych³².

²⁸ Średnio rzecz biorąc, najkorzystniejsze regulacje istnieją w krajach z prawem powszechnym, nieco słabsze w krajach z kulturą prawną typu niemieckiego (dla tej ostatniej grupy krajów mamy więc do czynienia z wyżej wskazaną substytucyjnością). Na przeciwnym krańcu znajdują się kraje z francuską tradycją prawną. Szczegółowe wyniki znajdują się w pracy R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law...*, s. 22–26. Ich potwierdzeniem są rezultaty otrzymane w artykule R. Levine, *Law...*, s. 13, 16–17.

²⁹ Stosowanym tutaj miernikiem był indeks stworzony na podstawie analizy raportów spółek pod kątem zawieranych w nich informacji. Na temat wyników badania szerzej zob.: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law...*, s. 29–30.

³⁰ Szerzej zob.: ibidem, s. 28–32.

³¹ Szerzej zob.: S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *The Regulation...*, s. 26–27, 34–35. Pomimo że autorzy nie wyciągają bezpośrednio wniosków o związku typu kultury prawnej z poziomem korupcji, to na podstawie osiągniętych rezultatów można wysunąć przypuszczenie o istnieniu tutaj pewnej zależności. Mianowicie wskazują oni na istnienie najwyższego stopnia sformalizowania procedur prawnych w krajach z niemiecką i francuską kulturą prawa stanowionego. Jednocześnie wyniki badań dowodzą istnienia pozytywnego związku pomiędzy tą charakterystyką i poziomem korupcji.

³² Pewne światło na ten problem może rzucić praca: K. Pistor, Y. Keinan, J. Kleinheister-

REGULACJE ŁADU KORPORACYJNEGO I TYP KULTURY PRAWNEJ A STRUKTURA SYSTEMU FINANSOWEGO

Powyżej określono związek poziomu ochrony inwestorów z typem kultury prawnej. Badania empiryczne miały także na celu zbadanie łącznego znaczenia tych czynników dla kształtu struktury systemu finansowego. Jedne z pierwszych badań w tym zakresie było przeprowadzone przez R. La Portę, F. Lopez-de-Silanesa, A. Shleifera, R. W. Vishny'ego. Autorzy wskazują na istotność tak kultury prawnej, jak i przepisów w zakresie ochrony praw inwestorów oraz stopnia egzekwowania prawa dla wielkości rynku akcji oraz relatywnej (względem PKB) wielkości zadłużenia przedsiębiorstw. Mianowicie kraje z kulturą prawa powszechnego mają bardziej rozwinięte rynki kapitałowe w porównaniu z krajami z kulturą prawa stanowionego. Za istnienie tej różnicy po części odpowiedzialne są także bardziej korzystne regulacje dotyczące praw udziałowców. Kultura prawa powszechnego ponadto pozytywnie wpływa na poziom długu w porównaniu z kulturą prawa stanowionego o źródłach francuskich³³. W tym względzie najkorzystniejsze uwarunkowania stwarza jednak niemiecka kultura prawna. W przypadku rynku akcji mniej istotny, w porównaniu z indeksem praw udziałowców, okazał się natomiast indeks

kamp, M. D. West, *Innovation in Corporate Law*, Journal of Comparative Economics 2003, vol. 31, Issue 4. W czasie gdy w Anglii (kraju o kulturze prawa powszechnego) powstawały pierwsze przepisy prawa korporacyjnego, niewiele spośród istniejących współcześnie ujrzało wtedy światło dzienne. W związku z tym rodzi się pytanie, co jest przyczyną ustanowienia korzystniejszych regulacji w jednych krajach, w porównaniu z innymi. Według autorów wyjaśnieniem może być innowacyjność różnych typów kultury prawnej. Linia podziału generalnie nie przebiega jednak pomiędzy typami kultur prawnych, lecz pomiędzy krajami, które stanowią ich źródło, a tymi, w których zostały one zaimplementowane.

³³Przeczy to więc, na pierwszy rzut oka, postawionym wcześniej tezom dotyczącym związku pomiędzy poziomem ochrony wierzycieli i rozwojem sektora bankowego. Autorzy jako wyjaśnienie takich wyników podają różnice (na korzyść pierwszych krajów) ogólnej jakości prawa. Innym możliwym wyjaśnieniem tego rezultatu może być zastosowana metoda pomiaru wielkości długu, który jest sumą tak zobowiązań przedsiębiorstw wobec sektora bankowego, jak i będącego wynikiem emisji papierów wierzycielskich. Te ostatnie, tak jak i papiery udziałowe, są bowiem związane z finansowaniem bezpośrednim. Na podstawie otrzymanych w tej pracy wyników nie można wykluczyć większego znaczenia finansowania poprzez banki w krajach o francuskich źródłach prawa w porównaniu do tych z kulturą prawa powszechnego. Wyników niniejszego badania nie należy więc przekładać na różnice w wielkości sektora bankowego w krajach o różnej kulturze prawnej.

praw wierzycieli. Dla rozwoju obu segmentów rynku finansowego istotne znaczenie mają ponadto różnice w egzekwowaniu przepisów prawa³⁴.

W innym badaniu uwaga została skupiona na znaczeniu rodzaju kultury prawnej dla rozwoju giełd papierów wartościowych. Wyniki otrzymane dla estymowanych modeli ekonometrycznych potwierdzają powyższe stwierdzenia. W porównaniu z krajami prawa stanowionego, efektem silniejszych regulacji w zakresie ochrony inwestorów w krajach z prawem powszechnym, *ceteris paribus*, jest wyższe prawdopodobieństwo istnienia większej liczby giełd³⁵. Ponadto wskazuje się na silniejszy wpływ na tę wielkość wzrostu stopnia ochrony praw inwestorów w krajach z tradycją prawa powszechnego. Wy tłumaczeniem tego wyniku może być większa efektywność w egzekwowaniu warunków umów³⁶.

Wyżej przedstawione rezultaty wskazują na najmniej korzystne charakterystyki szeroko rozumianej ochrony praw inwestorów w krajach z kulturą prawa stanowionego o źródłach francuskich. Charakterystyczny dla nich jest natomiast wysoki poziom koncentracji własności przedsiębiorstw³⁷. Fakt ten można wyjaśnić dwojako. Po pierwsze, może ona być wynikiem dążenia udziałowców do posiadania znacznej części udziału w kapitale przedsiębiorstwa celem efektywnej kontroli nad zarządem. Ten mechanizm może więc stanowić odpowiedź na pytanie o rozwiązania, które zapewniłyby pożądany poziom ochrony praw właścicieli przy niedostatecznych rozwiązaniach prawnych we wskazanych krajach. Drugim potencjalnym czynnikiem silnej kon-

³⁴ Autorzy wskazują także, że ta właśnie charakterystyka odpowiedzialna jest za większą kapitalizację rynku akcji w krajach z niemiecką kulturą prawną, w porównaniu z krajami o tradycji francuskiej. Szerzej na temat wyników badania zob. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, NBER Working Paper 1997, No. 5879, s. 12–17.

³⁵ Szerzej zob.: M. J. Clayton, B. N. Jorgensen, K. A. Kavajecz, *On the Formation and Structure of International Exchanges*, Leonard N. Stern School Finance Department, New York University, Working Paper 1999, No. 99–057, s. 13–14.

³⁶ Zob.: O. E. Ergungor, *op.cit.*, s. 2879–2884.

³⁷ Największa koncentracja ma miejsce właśnie w tych krajach; najniższa zaś w krajach z tradycją prawną typu niemieckiego, a jedynie nieco większa w krajach skandynawskich. Kraje z kulturą prawa powszechnego znajdują się po środku. Statystycznie istotna jest jednak tylko różnica pomiędzy francuską i pozostałymi kulturami prawnymi. Szerzej na temat wyników i zastosowanej metodologii zob.: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law...*, s. 32–38. Rezultaty przedstawione w pracy: C. Himmelberg, R. G. Hubbard, I. Love, *Investor Protection Ownership and the Cost of Capital*, World Bank Working Paper 2004, No. 2834, świadczą także o negatywnej relacji pomiędzy poziomem praw inwestorów chronionych przez odpowiednie regulacje a stopniem koncentracji własności. Ponadto autorzy wskazują na dodatnią zależność pomiędzy ostatnią zmienną a kosztem kapitału.

centracji, w obliczu słabej ochrony inwestorów mniejszościowych, jest niski wśród nich popyt na nowe emisje akcji³⁸.

KRYTYKA REZULTATÓW

Wyżej zarysowane osiągnięcia teorii prawa i finansów spotkały się jednak z krytyką. Znalazła ona oparcie tak w wynikach badań empirycznych, jak i argumentacji teoretycznej. Wyniki badań przeprowadzonych przez R. G. Rajana i L. Zingalesa wskazują na istnienie porównywalnego poziomu rozwoju rynku papierów wartościowych przed I wojną światową i w latach 90. ubiegłego wieku oraz jego spadek w okresie od lat 30. do 70. Ponadto takie kraje jak Francja i Niemcy (z kulturą prawa stanowionego i współcześnie dominującym w nich sektorem bankowym) cechowały się jednymi z najwyższych wskaźników w tym względzie przed I wojną światową. Wyjaśniając powyższe rezultaty, autorzy wskazali na leżące u podłoża określonych regulacji preferencje politycznej większości³⁹.

W podobnym tonie wypowiadają się M. Pagano i P. Volpin. Wskazują oni na pewne słabości podejścia wiążącego istnienie określonej kultury prawnej

³⁸ M. Burkart, F. Panunzi i A. Shleifer dokonali modelowej analizy znaczenia poziomu ochrony praw inwestorów mniejszościowych dla motywacji założycieli przedsiębiorstw do ich sprzedaży i powierzenia zarządzania nimi osobom z zewnątrz. Mianowicie, w przypadku istnienia rozwiązań prawnych korzystnych dla inwestorów mniejszościowych, optymalnym rozwiązaniem jest sprzedaż przedsiębiorstwa na giełdzie i wynajęcie do zarządzania nim profesjonalnych menedżerów. Gdy zaś wskazane prawa są umiarkowane, to założyciel nadal wynajmuje zarządcę. W tym przypadku prawo nie jest jednak wystarczająco silne, by chronić prawa właścicieli. Założyciel (lub jego potomstwo) musi pozostać w firmie jako dominujący udziałowiec w celu kontroli menedżerów. Wreszcie w przypadku gdy wskazane prawa są słabo chronione, problemy agencji są taka silne, że brak bodźców do rozdziału własności od zarządzania. Szerzej zob.: M. Burkart, F. Panunzi, A. Shleifer, op.cit.

³⁹ Do nich to nawiązuje teoria grup interesów. Wskazuje się tutaj mianowicie na potencjalną przewagę kultury prawa stanowionego, w zakresie uwarunkowań dla wdrażania polityki państwa. Otóż w przypadkach, w których system władzy jest bardziej scentralizowany, łatwiejsze jest osiągnięcie przez określone grupy pożądanego celu – także w zakresie funkcjonowania systemów finansowych. Jeśli w dodatku system prawny jest niezbędny dla uprawomocnienia i realizacji nowej polityki, łatwiejsze będzie osiągnięcie tego celu właśnie w tej tradycji prawnej. Jedynym bowiem podmiotem, na który należy wywierać wpływ, jest władza ustawodawcza. W kulturze prawa powszechnego władza sądownicza może natomiast w większym stopniu hamować realizowanie programów politycznych. W dodatku, ponieważ jest ona bardziej rozproszona i podatna na lokalne wpływy, trudniej jest nią zawładnąć. Ponadto prawo powszechne ewoluuje na peryferiach, a nowe reguły powstają wokół legislacyjnych lub administracyjnych

z poziomem ochrony inwestorów. Po pierwsze, nie odpowiada ono jasno na pytanie, dlaczego kultura prawa powszechnego zapewnia stosunkowo lepszą ochronę praw tzw. biernych współwłaścicieli przed działaniami korzystnymi dla podmiotów znajdujących się wewnątrz przedsiębiorstwa (ang. *insiders*). Drugi postawiony przez nich zarzut, to brak siły predykcyjnej tej koncepcji. Opiera się ona bowiem na pewnych charakterystykach systemów prawnych ustanowionych często w odległej przeszłości. Faktem natomiast jest, że reformy prawa korporacyjnego wystąpiły w ostatnim czasie, efektem czego może być ograniczenie roli wskazanych niedoskonałości kultury prawa stanowionego. Autorzy sami zaś wskazują na znaczenie czynników politycznych dla poziomu ochrony inwestorów⁴⁰.

Odpierając zarzuty dotyczące podrzędności czynników prawnych wobec elementów politycznych, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R. W. Vishny argumentują, że poglądy wskazujące na szerszy kontekst reżimów prawnych, stanowiących obraz preferencji politycznych społeczeństwa, są zgodne z koncepcjami prezentowanymi przez nich samych. Odzwierciedlony w kulturze prawnej poziom ochrony inwestorów może bowiem stanowić główny kanał, poprzez który preferencje polityczne, mogą wpływać na rynki finansowe⁴¹.

Wyżej przedstawione zależności pomiędzy kulturą prawną a określonymi regulacjami dotyczącymi ochrony inwestorów także nie znajdują pełnego potwierdzenia w danych historycznych. Świadczą o tym wyniki badań przeprowadzonych przez J. C. Coffego, który wskazuje na słabe uregulowania w tym względzie w dziewiętnastowiecznych Stanach Zjednoczonych – kraju o kul-

ram ustanowionych przez centrum. Autorzy sugerują, że wskazane zależności mogły być przyczyną hamowania rozwoju rynków kapitałowych w okresie relatywnie dużego protekcyjnizmu (przed załamaniem systemu walutowego z Bretton Woods) i stymulowania ich rozwoju w warunkach rosnącego otwarcia zewnętrznego gospodarek. Niniejsze argumenty i rezultaty badań znajdują się w pracy R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*, NBER Working Paper 2001, No. 8178, s. 38–39. Pewne wsparcie dla wyników otrzymanych przez R. G. Rajana i L. Zingalesa stanowią rezultaty badań otrzymane przez C. Fohlin. Biorąc pod uwagę poziom centralizacji władzy (mierzony udziałem władz centralnych w całkowitych dochodach publicznych), jako polityczną zmienną objaśniającą wskazuje na jej negatywny wpływ na orientację systemu finansowego w kierunku rynku papierów wartościowych. Zob. szerzej: C. Fohlin, op.cit., s. 20.

⁴⁰ Mianowicie, w sytuacji istnienia ordynacji większościowej ochrona praw inwestorów mniejszościowych jest silniejsza niż w krajach z ordynacją proporcjonalną. Szerzej na temat wskazanego modelu oraz związanych z nim wyników empirycznych zob. M. Pagano, P. Volpin, *The Political Economy of Corporate Governance*, CSEF Working Paper 1999, No. 29 (wersja zrewidowana – lipiec 2005 r.).

⁴¹ Zob. szerzej R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Investor...*, s. 12.

turze prawa powszechnego⁴². Autor zwraca także uwagę na różnice pomiędzy Wielką Brytanią i USA w odniesieniu do charakterystyk kultur prawnych⁴³. W efekcie problematyczna wydaje się konfrontacja krajów o różnych kulturach prawnych. Może ona bowiem przesłaniać działanie mechanizmów w większym stopniu odpowiedzialnych za podobne charakterystyki rynków finansowych. Kolejna krytyka odnosi się do skupienia uwagi na prawie korporacyjnym zamiast na prawie papierów wartościowych, które także może być odpowiedzialne za rozwój rynku kapitałowego⁴⁴. W innej pracy J. C. Coffe słabością regulacji prawnych we wczesnym stadium rozwoju rynków finansowych tłumaczy fakt istnienia rozproszonego akcjonariatu w Anglii i USA⁴⁵.

Lamoreaux i Rosenthal odnoszą się natomiast krytycznie do różnic w zakresie elastyczności i innowacyjności systemów prawnych. Badając dziewiętnastowieczne rozwiązania we Francji i USA, dochodzą do wniosku, że ten drugi ani nie zapewniał większej swobody działania, ani nie był bardziej elastyczny w porównaniu z pierwszym. Prawo amerykańskie nie tylko oferowało bardziej ograniczony zbiór form organizacyjnych przedsiębiorczości, ale także mniejsze możliwości ich adaptacji do specyficznych potrzeb. Brakuje także dowodów na bardziej skwapliwą jego ewolucję w odpowiedzi na zmiany gospodarcze w porównaniu z prawem francuskim⁴⁶. Na podstawie tych rezulta-

⁴² W tym czasie zdarzały się częste manipulacje rynkiem i działania na niekorzyść udziałowców mniejszościowych. Dopiero interwencje banków inwestycyjnych i NYSE wprowadziły pewien porządek. Za tym poszło zaostrzenie odpowiednich regulacji przez sądy i ustawodawcę.

⁴³ Autor wskazuje np. na różnice w poziomie aktywności sędziów w zakresie kreowania nowego prawa.

⁴⁴ Tezę tą autor wspiera przykładem Polski i Czech. Mimo że uregulowania prawne działalności przedsiębiorstw były w obu krajach podobne (i charakteryzowały się słabym poziomem ochrony inwestorów), to silne regulacje w zakresie papierów wartościowych pozwoliły na względny rozwój rynku giełdowego w Polsce. Szerzej na temat analizy zob.: J. C. Coffe, *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from the Securities Market Failure*, Columbia Center for Law and Economics Working Paper 1999, October, No. 158.

⁴⁵ Za taką strukturę własności, według niego, w dużej mierze odpowiedzialna była prywatna samoregulacja rynku papierów wartościowych. Ponadto zjawisko samoregulacji odgrywało większą rolę w krajach o kulturze prawa powszechnego niż stanowionego. Według autora powodem tego może być większa decentralizacja instytucji prawnych w tych pierwszych krajach, podczas gdy w drugich monopol na stanowienie prawa posiadało państwo. Innym zaobserwowanym zjawiskiem jest fakt, że ustanowienie określonych regulacji nie poprzedzało, lecz było następstwem zmiany w sferze ekonomicznej. Stanowi to dodatkowe wsparcie dla istnienia sił samoregulacyjnych. Szerzej na ten temat zob.: J. C. Coffe, *Convergence and Its Critics: What Are Preconditions to the Separation of Ownership and Control?*, Columbia Center for Law and Economics Working Paper 2000, September, No. 179.

⁴⁶ Dopiero w późnych latach dwudziestego wieku amerykańscy przedsiębiorcy uzyskali taki sam stopień swobody organizacyjnej, jak ich francuscy odpowiednicy.

tów autorzy wnioskuje o wyolbrzymieniu statycznej natury prawa francuskiego i niedoszacowaniu konserwatyizmu rozwiązań amerykańskich⁴⁷.

Kolejny punkt krytyczny omawianego podejścia dotyczy założenia o efektywności danego rozwiązania regulacyjnego niezależnie od lokalnych warunków instytucjonalnych. Sukces danego systemu prawnego nie jest jednak zdeterminowany przez ustanowienie pewnych regulacji, lecz przez ich zdolność do ciągłego rozwiązywania nowych problemów. Zamiast stosowania predefiniowanych wskaźników należy spojrzeć na problem szerzej, poprzez analizę procesu stanowienia, w tym wypadku prawa korporacyjnego. Jak wskazują wyniki badań, zasadnicza różnica istnieje pomiędzy dwoma grupami krajów – tymi, które pierwotnie stanowiły dane regulacje (Anglią, USA, Francją, Niemcami), i tymi, które je implementowały dla własnych potrzeb⁴⁸. Ponadto wyniki badań sugerują, że istnienie/wzmocnienie niezależności sądów *de iure* nie przekłada się w równym stopniu na ich niezawisłość *de facto*, choć w dużej mierze ją determinuje. Można stąd wnioskować, że inne czynniki wywierają pozytywny wpływ na tą właściwość systemu prawnego⁴⁹.

ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzona w pracy analiza nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o istotność wyników prawnego podejścia do ładu korporacyjnego

⁴⁷ Szerzej zob.: N. R. Lamoreaux, J.-L. Rosenthal, *Legal Regime and Business's Organizational Choice: A Comparison of France and the United States during the Mid-Nineteenth Century*, NBER Working Paper 2004, No. 10288.

⁴⁸ Okazuje się, że w pierwszej grupie prawo ewoluuje ciągle, jest dostosowywane do bieżących potrzeb. W drugiej grupie prawo często charakteryzowało się długimi okresami stagnacji lub było zmieniane w sposób niekonsekwentny, można rzec – kapryśny. Częstsze są tam także radykalne jego zmiany. Ze względu na ograniczenie analizy do sześciu krajów, autorzy nie wyciągają wniosków uogólniających. Na temat alternatywnego podejścia oraz jego wyników szerzej zob.: K. Pistor, Y. Keinan, J. Kleinheisterkamp, M. D. West, *Evolution of Corporate Law and Transplant Effect: Lessons From Six Countries*, The World Bank Research Observer 2000, vol. 18, No. 1. Na większe znaczenie procesu implementacji prawa od danej kultury prawnej dla efektywności systemu prawnego wskazano także w artykule D. Berkowitz, K. Pistor, J.-F. Richard, *Economic Development, Legality and the Transplant Effect*, European Economic Review 2003, vol. 47, Issue 1.

⁴⁹ Do tych czynników zalicza się parlamentarny system rządów, niestabilność polityczną i zaufanie do funkcjonowania systemu prawnego. Szerzej na temat wyników oraz metodologii badania zob. B. Hayo, S. Voigt, *Explaining de facto Judicial Independence*, University of Cassel, Institute of Economics, Discussion Paper in Economics 2003, No. 46.

w odniesieniu do struktury systemu finansowego. Zwrócenie uwagi na takie cechy systemów prawnych, jak istniejąca w nich kultura, określone regulacje w zakresie ładu korporacyjnego, standardów rachunkowości i stopień ich egzekwowania nie wyczerpują w pełni listy czynników mogących wywierać wpływ na kształt sfery finansowej gospodarki. Nie odbiegając daleko, można wskazać na szereg innych regulacji prawnych dotyczących finansów (choćby przepisy dotyczące systemu bankowego), które znalazły swoje odzwierciedlenie w wynikach badań prezentowanych w literaturze. Ponadto krytyka wskazuje na istnienie swego rodzaju czynników (głównie politycznych), dla których regulacje prawne w interesującej nas dziedzinie są elementem wtórnym. W odniesieniu do kultury prawnej podważa się wniosek o trwałości akcentowanej przewagi jednej tradycji nad drugą oraz niezależności jej efektywności od uwarunkowań lokalnych.

Pomimo tych krytycznych uwag należy jednak zwrócić uwagę na pozytywny wkład, jaki do dziedziny finansów oraz ekonomii instytucjonalnej wniosły przedstawione w pracy wyniki badań. Z jednej strony podniesiony został problem pewnego segmentu czynników pozaekonomicznych w kształtowaniu sfery finansów, z drugiej zaś wskazano na kolejny element układu gospodarczego, w którym określone rozwiązania instytucjonalne odgrywają istotną rolę. Ponadto, wskazanie na znaczenie, jakie prawo odgrywa w kształtowaniu struktury systemu finansowego, może stanowić cenne uzupełnienie narzędzi polityki gospodarczej w tym względzie.

INVESTOR PROTECTION AND FINANCIAL SYSTEMS STRUCTURE

SUMMARY

This paper presents the results of research in “law and finance” approach in the area of significance of investor protection for financial system structure (i.e. if this system is bank- or securities market based). Namely, the level of this protection, shaped by such characteristics of law as: legal tradition, regulations in corporate governance, accounting standards, and enforcement of law are main factors influencing the financial system architecture. However, these results are criticized. First, opponents prove that legal regulations are secondary for political factors. Second, there is also impaired importance of legal tradition, i.e. durability of advantage of one type over another and independence of its effectiveness from local circumstances.