

Adamska A., *Corporate governance jako obszar arbitrażu regulacyjnego*, „Ekonomia i Prawo”,  
Polszakiewicz B., Boehlke J. (red.), Tom XII, nr 4/2013, ss. 525-536. DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/EiP.2013.038>

AGATA ADAMSKA\*

## **CORPORATE GOVERNANCE JAKO OBSZAR ARBITRAŻU REGULACYJNEGO**

### STRESZCZENIE

Na świecie istnieje wiele systemów *corporate governance*. Wprowadzając jako dwa główne ich typy wymienia się system otwarty (*outsiderski*) i system zamknięty (*insiderski*), jednak szczegółowe regulacje prowadzą do dużego zróżnicowania rozwiązań, wynikającego z ich narodowego charakteru. Te różnice w systemach *corporate governance* są jednym z czynników decydujących o kierunku przepływu kapitału w skali globalnej, ponieważ zarówno spółki, jak i inwestorzy, stosując na szeroką skalę arbitraż regulacyjny, poszukują rozwiązań optymalnych z ich punktu widzenia. Regulatorzy, kształtując ramy instytucjonalne funkcjonowania rynków kapitałowych, decydują zatem równocześnie o pozycji konkurencyjnej danego kraju jako miejsca inwestycji, a przez to wpływają na potencjał rozwojowy jego gospodarki. Rodzi to pokusę łagodzenia wymagań stawianych spółkom i inwestorom, co z jednej strony ogranicza bariery wejścia i pozwala przyciągnąć więcej kapitału inwestycyjnego, z drugiej zaś powoduje zagrożenie napływem kapitału spekulacyjnego i środków niewiadomego pochodzenia, co może destabilizować gospodarkę. System rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego powinien więc być wyważony i uwzględniać z jednej strony potrzebę utrzymania konkurencyjności rynku, z drugiej zaś umacnianie i ochronę jego reputacji.

Słowa kluczowe: konkurencja regulacyjna, spółki publiczne, prawo spółek

Klasyfikacja JEL: G38, K22

---

\* Agata Adamska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, ul. Madalińskiego 6/8, 02-513 Warszawa, tel.: +48 22 5649328, e-mail: [agata.adamska@sgh.waw.pl](mailto:agata.adamska@sgh.waw.pl).

## CORPORATE GOVERNANCE AS AN AREA OF REGULATORY ARBITRAGE

### SUMMARY

There are many corporate governance systems that exist in the world. Although two of them, an open (outsider system) and a closed (insider system) one are enumerated as the two leading systems, detailed regulations form a significant diversification of solutions that result from their national character. These differences in corporate governance systems constitute one of the factors that determine global flow of capital, since companies as well as investors do take large-scale advantage of regulatory arbitrage in their quest for optimum solutions from their perspective. The regulators that create institutional framework of capital markets, at the same time do influence the competitive advantage of the given country as the investment destination, and thus affect its economy development potential. Such situation creates the temptation to relax requirements for companies and investors. On the one hand it reduces the market entry barriers and allows to attract more investment capital. On the other hand, it stands for the upsurge of speculative capital and of the capital of unknown provenance, which may destabilize economy. The system of corporate governance solutions should then be balanced and take account of the need to remain competitive in the market as well as strengthening and protection of its reputation.

Keywords: regulatory competition, public companies, company law

JEL Classification: G38, K22

### WSTĘP

Zmiany dokonujące się współcześnie w gospodarce światowej powodują, że rośnie znaczenie ładu korporacyjnego. Sprzyja temu dynamiczny rozwój rynków kapitałowych, swobodny przepływ kapitału, a także towarzyszące im zmiany w strukturach własności spółek publicznych. O dawców kapitału muszą zabiegać nie tylko poszczególne spółki, ale i całe gospodarki<sup>1</sup>. Konkurencja rozgrywa się na dwóch poziomach. Krajowe regulacje tworzą ramy funkcjonowania środowiska instytucjonalnego w obrębie poszczególnych gospodarek (konkurencja regulacyjna między krajami), prowadząc do wybierania przez spółki i ich inwestorów tych krajów, w których obowiązują rozwiązania najbardziej im odpowiadające. Poszukiwanie i wykorzystywanie takich

---

<sup>1</sup> J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 13.

rozwiązań (arbitraż regulacyjny) powodowane są dążeniem do uzyskania przewag konkurencyjnych przez uczestników rynku kapitałowego. Jednym z istotnych elementów konkurowania między krajami, tworzącego sprzyjające warunki do rozwoju konkurencji między spółkami jest kształtowanie zasad ładu korporacyjnego.

Celem artykułu jest analiza szans i zagrożeń związanych ze zróżnicowaniem systemów prawa i wynikającymi z niego możliwościami wyboru prawnych regulacji tworzących ramy ładu korporacyjnego.

## 1. SYSTEM *CORPORATE GOVERNANCE*

Terminowi *corporate governance* przypisuje się różne znaczenia. W wąskim ujęciu jest rozumiany jako dział prawa handlowego, czyli zbiór przepisów regulujących ustrój i funkcjonowanie spółek akcyjnych. Pojęcie „ład korporacyjny” bywa także odnoszone do sytuacji konkretnej spółki, w której przepisy te są aplikowane, w wyniku czego powstaje indywidualny, charakterystyczny dla niej układ wewnętrznych relacji między organami spółki. Wówczas przyjmuje się, że „celem *corporate governance* jest kierowanie i kontrola działalności organizacji poprzez stworzenie struktur, zasad i procedur podejmowania decyzji”<sup>2</sup>. W szerszym ujęciu „ład korporacyjny” odnoszony jest do zasad ogólnych formułowanych w postaci kodeksów dobrych praktyk, tworzonych na użytek spółek publicznych<sup>3</sup>. Jeszcze szersze spojrzenie uwzględnia nie tylko wszystkie wymienione wcześniej obszary (prawa, „miękkiego prawa” i ich zastosowania), ale również cały układ instytucjonalny im towarzyszący. System ładu korporacyjnego kształtowany jest zatem przez otoczenie instytucjonalne, czyli „zbiór różnorodnych instytucji prawnych i ekonomicznych tworzących formalny i nieformalny system regulacyjny determinujący zachowania”<sup>4</sup>. W szerokim znaczeniu pojęcie „ład korporacyjny” odnosi się zatem do systemów rozwiązań instytucjonalnych obejmujących swoim zasięgiem całe kraje lub nawet ich grupy. Mimo tak różnych sposobów pojmowania *corporate governance*, w zapre-

---

<sup>2</sup> A. Todd, *Corporate Governance Best Practices*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds.), *A Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010, s. 57.

<sup>3</sup> J. Okolski, D. Wajda, *Corporate governance*, [w:] J. Okolski (red.), *Prawo handlowe*, Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 233.

<sup>4</sup> J. Szomburg, P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Corporate governance dla rozwoju Polski. Wyjściowe tezy na inauguracyjne posiedzenie Polskiego Forum Corporate Governance*, IBnGR, Gdańsk 2001, s. 4.

zentowanych podejściach występują liczne elementy wspólne. Jednym z nich jest istotna rola prawa, szczególnie prawa spółek.

Specyficzne uwarunkowania prawne, dominująca struktura własności spółek oraz funkcjonujący w nich system finansowy powodują, że poszczególne państwa mają unikalne zestawy zasad *corporate governance*<sup>5</sup>. Wprawdzie dość powszechne są opinie o postępującej konwergencji systemów ładu korporacyjnego na świecie, jednak dotyczy to bardziej ogólnych zasad niż konkretnych rozwiązań<sup>6</sup>. Utrzymujące się w tym zakresie różnice są bowiem nadal na tyle duże, że można mówić o „narodowych systemach nadzoru korporacyjnego”<sup>7</sup>. Co więcej, osłabienie koniunktury gospodarczej sprzyja agresywnemu zabieganiu przez poszczególne kraje o kapitał poprzez zaznaczenia swojej unikatowości, co spowalnia proces konwergencji. Obszarem szczególnie podatnym na wprowadzanie zmian jest prawo stanowiące, które, odgrywając istotną rolę w tworzeniu ram *corporate governance*, może stać się polem konkurencji regulacyjnej.

## 2. MODELE KONKURENCJI REGULACYJNEJ W OBSZARZE *CORPORATE GOVERNANCE*

Konkurencję regulacyjną można określić jako proces, w ramach którego prawodawcy w poszczególnych państwach w sposób świadomy tworzą regulacje, mające z jednej strony zniechęcić krajowe podmioty gospodarcze do poszukiwania innego porządku prawnego, z drugiej zaś przyciągać podmioty z innych państw<sup>8</sup>. Nie każda zmiana prawa stanowi przejaw konkurencji regulacyjnej. Zmiany w obszarze prawa związanego z *corporate governance* wynikają bowiem m.in. z konieczności jego dostosowania do nowych rozwiązań w finansach korporacji, w tym wynikających ze wzrostu znaczenia rynków finansowych<sup>9</sup>. Opinie co do wpływu konkurencji regulacyjnej na jakość stano-

<sup>5</sup> M. Davies, B. Schlitzer, *The impracticality of an international „one size fits all” corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal”, Vol. 23, No. 6/2008, s. 534.

<sup>6</sup> A. Adamska, *Systemy nadzoru korporacyjnego na świecie – tendencje zmian*, „Ekonomia i Prawo”, B. Polszakiewicz, J. Boehlke (red.), t. 7/2011, s. 73–74.

<sup>7</sup> J. Jeżak, *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 45.

<sup>8</sup> M. Szydło, *Konkurencja regulacyjna w prawie spółek*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 13.

<sup>9</sup> L.E. Mitchell, D.T. Mitchell, *The Financial Determinants of American Corporate Governance: A Brief History*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds.), *A Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010, s. 33.

wionego prawa są zróżnicowane. Istnieje grono jej zwolenników uznających, że „konkurencja między krajami pozwala z pewnością zmienić głęboko dysfunkcjonalne instytucje, przynajmniej w otwartych gospodarkach”<sup>10</sup>. Jednakże liczni są też przeciwnicy takiej konkurencji, uważający, że „przy swobodzie przepływów kapitałowych system i ład światowy może nabrać cech spójności tylko w jeden sposób – gdy ujednocili się przynajmniej część regulacji”<sup>11</sup>.

W USA, gdzie konkurencja między poszczególnymi stanami w obszarze prawa spółek trwa od lat 80. XIX w.<sup>12</sup>, wykształciły się dwa skrajne nurty oceny tego zjawiska. Przeciwnicy określają je mianem „wyścigu do dna” (*race to the bottom*), natomiast zwolennicy – „wyścigu na szczyt” (*race to the top*)<sup>13</sup>. W pierwszym podejściu akcentuje się, że „konkurencja między stanami może stwarzać niekorzystne bodźce w istotnych obszarach”<sup>14</sup>, natomiast w drugim kładzie się nacisk na to, że „proces konkurencji między stanami prowadzi do stanowienia prawa preferowanego przez inwestorów”<sup>15</sup>.

Konkurencja regulacyjna mogła zaistnieć w takim zakresie w USA ze względu na spełnienie dwóch warunków brzegowych: z jednej strony poszczególne stany mają konstytucyjnie zapewnioną wyłączną kompetencję do tworzenia rozwiązań w zakresie prawa spółek, z drugiej zaś wszystkie stany muszą wzajemnie respektować zasadę inkorporacji. Oznacza ona, że niezależnie od miejsca prowadzenia przez spółkę działalności operacyjnej jej stosunki wewnętrzne są regulowane przez prawo obowiązujące w miejscu rejestracji spółki. Swoboda decyzyjna poszczególnych stanów w zakresie *corporate governance* jest w USA częściowo ograniczona przez coraz szerszy zasięg regulacji krajowych, związanych z obowiązkami informacyjnymi spółek publicznych<sup>16</sup>. Przepisy federalne nie mogą jednak ani zmienić, ani całkowicie zastąpić regulacji stanowych, mogą je tylko uzupełniać.

---

<sup>10</sup> R. Morck, B. Yeung, *Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance*, NBER Working Paper 15042, Cambridge 2009, s. 24.

<sup>11</sup> W. Szymański, *Niestabilność gospodarcza a szanse przedsiębiorstw*, [w:] R. Sobiecki, J.W. Pietrewicz (red.), *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2012, s. 14.

<sup>12</sup> K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 93.

<sup>13</sup> F.H. Easterbrook, *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, „*Virginia Law Review*”, Vol. 95, No. 4/2009, s. 685–706.

<sup>14</sup> L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law*, „*California Law Review*”, Vol. 90, No. 6/2002, s. 49.

<sup>15</sup> S.M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, „*Harvard Law Review*”, Vol. 119/2006, s. 1748.

<sup>16</sup> F.H. Easterbrook, *op. cit.*, s. 692.

Konkurencja regulacyjna w obszarze ładu korporacyjnego występuje również w krajach Unii Europejskiej, chociaż nie jest ona tak silna, jak w USA. Wynika to z innego podziału kompetencji w zakresie kształtowania prawa spółek, będącego jednym z filarów ładu korporacyjnego. Jego tworzenie nie znalazło się wśród wyłącznych uprawnień poszczególnych państw, ale zostało zaliczone do obszarów wspólnych (dzielonych) kompetencji Unii i państw członkowskich. Zgodnie z nadrzędną zasadą subsydiarności (pomocniczości), w tych obszarach organy Unii mogą stanowić prawo tylko wówczas, jeśli są w stanie działać skuteczniej niż organy państw członkowskich, a regulowana materia ma wymiar międzynarodowy. Ze względu na ten drugi warunek europejski prawodawca przejawia w przypadku prawa spółek dużą aktywność – samych dyrektyw (lub ich projektów) jest czternaście. Na skutek jego działalności model konkurencji regulacyjnej w Unii Europejskiej został wzbogacony (w stosunku do modelu konkurencji występującego w Stanach Zjednoczonych) o elementy konkurencji wertykalnej. Stworzono bowiem zupełnie nową ponadnarodową formę spółki – spółkę europejską, funkcjonującą obok spółek podlegających prawu poszczególnych obszarów prawnych<sup>17</sup>.

### **3. ZAKRES KONKURENCJI REGULACYJNEJ W OBSZARZE *CORPORATE GOVERNANCE***

Jednym z podstawowych zagadnień w obszarze ładu korporacyjnego jest problem agencji. Może on występować w trzech odmianach: wertykalnej (zarząd *versus* akcjonariusze), horyzontalnej (akcjonariusze większościowi *versus* akcjonariusze mniejszościowi) oraz zewnętrznej (spółka *versus* interesariusze). W każdym przypadku inaczej definiowana jest grupa „pryncypałów”, których interes podlega ochronie. Ukierunkowanie na ochronę wybranej grupy decyduje o kształcie modelu ładu korporacyjnego funkcjonującego w danym kraju.

Systemy ładu korporacyjnego różnicuje też sposób ochrony interesów wybranej grupy podmiotów. Można tu wyróżnić z jednej strony podejście regulacyjne, polegające na tworzeniu norm prawa ustalających zarówno warunki powstania, jak i treść stosunku agencji przez wprowadzenie istotnych ograniczeń decyzji agenta, z drugiej zaś – podejście wspierające władztwo korpora-

---

<sup>17</sup> Rozporządzenie Rady (WE) nr 2157/2001 z dnia 8 października 2001 w sprawie statutu spółki europejskiej oraz Dyrektywa Rady 2001/86/WE z dnia 8 października 2001 uzupełniająca statut spółki europejskiej w odniesieniu do uczestnictwa pracowników, [http://europa.eu/legislation\\_summaries/employment\\_and\\_social\\_policy/social\\_dialogue/126016\\_pl.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/employment_and_social_policy/social_dialogue/126016_pl.htm) (22.07.2013).

cyjne, ułatwiający kontrolę pryncypała nad agentem<sup>18</sup>. O ile to pierwsze podejście oznacza przejęcie dużej części odpowiedzialności za funkcjonowanie systemu *corporate governance* przez państwo, o tyle to drugie zakłada tworzenie ram dla aktywności samych zainteresowanych akcjonariuszy lub innych interesariuszy spółek.

Niezależnie od tego, którą z odmian konfliktu agencji uzna się za wymagającą największej uwagi, uregulowania w ramach systemu ładu korporacyjnego powinny obejmować przynajmniej pięć podstawowych obszarów:

- ograniczenia uprawnień agenta,
- sposób kształtowania systemu bodźców (zachęt) dla agenta,
- określanie warunków brzegowych utworzenia i sposobów zakończenia relacji przedstawicielstwa ze strony pryncypała,
- ustalanie zasad mianowania agenta,
- zapewnianie uprawnień decyzyjnych pryncypałowi<sup>19</sup>.

W ramach tworzenia lub modyfikacji prawa w każdym z wymienionych obszarów można wprowadzić mniej lub bardziej restrykcyjne wymagania, a w zależności od tego, jak zostaną one uregulowane, cały system będzie stwarzał warunki korzystniejsze dla agentów (zarządu, akcjonariuszy kontrolujących lub całej spółki) bądź dla pryncypałów (odpowiednio: akcjonariuszy, inwestorów mniejszościowych lub interesariuszy spółki).

Funkcjonowanie systemów ładu korporacyjnego różnicuje także restrykcyjność przyjętych rozwiązań, dotyczących zarówno zasad postępowania, jak i sankcji za ich nieszanowanie. Wiąże się z tym również kwestia spójności wewnętrznej różnych obszarów prawa związanych z *corporate governance* oraz sprawność kontroli jego przestrzegania. Konkurencja regulacyjna może występować na wszystkich wymienionych polach. Może ona dotyczyć istniejących w ramach różnych systemów ładu korporacyjnego preferencji podmiotowych decydujących o tym, czyje interesy są lepiej chronione, może obejmować regulacje określające zakres swobody kształtowania relacji pryncypał-agent, może także polegać na większej lub mniejszej restrykcyjności podejścia do egzekwowania zawartych w regulacjach zasad.

Odpowiedzią na różne systemy prawa powstające na skutek konkurencji regulacyjnej jest arbitraż regulacyjny podmiotów będących odbiorcami regulacji – w odniesieniu do ładu korporacyjnego są to inwestorzy (założyciele i akcjonariusze spółek) oraz same spółki, reprezentowane przez ich zarządy.

---

<sup>18</sup> J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, *Agency problems and legal strategies*, [w:] R. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative Approach*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 36–38.

<sup>19</sup> *Ibidem*, s. 39.



#### 4. WYKORZYSTYWANIE ARBITRAŻU REGULACYJNEGO PRZEZ SPÓŁKI I INWESTORÓW

Konsekwencją konkurencji regulacyjnej, ale i odmiennych uwarunkowań przebiegu ścieżek rozwoju systemów ładu korporacyjnego, jest wysoki poziom ich heterogeniczności. Zjawisko to nazwane zostało „pstrokatym kapitalizmem” (*Variiegating Capitalism*)<sup>20</sup>. Duża różnorodność stwarza zarówno inwestorom, jak i zarządom spółek możliwość dokonywania wyborów związanych ze sposobem kształtowania relacji w zakresie ładu korporacyjnego wewnątrz podmiotów gospodarczych. Globalizacja przepływów finansowych i coraz większa swoboda zakładania i prowadzenia działalności w skali międzynarodowej powodują, że zarówno inwestorzy, jak i same spółki mają coraz więcej możliwości poszukiwania reżimu regulacyjnego odpowiadającego ich preferencjom. Pierwotny wybór związany jest z miejscem rejestracji spółki (inkorporacja) i decyzjami odnośnie do jej ustroju wewnętrznego. Przez niektórych „owa możliwość swobodnego wyboru porządku prawnego dla zakładanej spółki jest nazywana arbitrażem regulacyjnym – *regulatory arbitrage*”<sup>21</sup>. Wydaje się jednak, że takie spojrzenie na arbitraż regulacyjny jest zbyt wąskie, ponieważ odbywa się on nie tylko na poziomie wyboru miejsca rejestracji podmiotu gospodarczego.

Arbitraż regulacyjny obejmuje także dokonywanie przez spółki wyboru korzystnych dla nich rozwiązań istniejących w ramach każdego systemu prawnego. Możliwości takiego wyboru powstają w sposób zamierzony przez prawodawcę bądź na skutek niespójności poszczególnych obszarów prawa. Na przykład „prawo korporacyjne w USA zostawia wiele miejsca na swobodne ustalenia (*private ordering*). Firmy mają możliwość wyboru miejsca inkorporacji między stanami, a prawo każdego ze stanów zawiera wiele klauzul dyspozytywnych”<sup>22</sup>, które tworzą kolejną paletę opcji. Możliwości stosowania arbitrażu regulacyjnego istnieją także w systemach prawnych innych krajów. W polskich warunkach można je dostrzec m.in. w obszarze wyboru formy prawnej prowadzenia działalności gospodarczej. Inwestor, obok różnych form wprost obecnych w przepisach krajowych i regulowanych nimi, może dokonać wyboru spoza tego katalogu, zakładając spółkę komandytową czy koman-

<sup>20</sup> R. Morck, B. Yeung, *op. cit.*, s. 1.

<sup>21</sup> M. Szydło, *op. cit.*, s. 199.

<sup>22</sup> L.A. Bebchuk, *Letting shareholders set the rules*, „Harvard Law Review”, Vol. 119, No. 6/2006, s. 1787.



dytowo-akcyjną, w których komplementariuszem jest spółka kapitałowa, bądź spółkę europejską. W takiej sytuacji korzysta on z możliwości oferowanych przez prawo miejscowe, rozszerzając je przy wykorzystaniu elementów innych konstrukcji prawnych.

Arbitraż regulacyjny może być dokonywany również przy decyzjach odnośnie do upublicznienia spółki, wyboru rynku notowań akcji, czy liczby tych rynków. Spółki mające siedzibę w jednym kraju mogą wybrać bardziej odpowiadający im rynek notowań w innym kraju, wyłącznie lub na zasadzie *dual listingu*. Spółki nie tylko wybierają rozwiązania korzystniejsze dla siebie w danym momencie, ale i dostosowują się do zachodzących w regulacjach zmian – jeżeli prawo będzie uprzywilejowywać spółki nienotowane, to spółki publiczne będą się wycofywać (*going private*), a nowe nie będą przeprowadzać debiutów<sup>23</sup>.

Kolejnym polem arbitrażu regulacyjnego, stosowanego przez międzynarodowe grupy kapitałowe, jest alokowanie (rzeczywiste bądź jedynie formalne) części działalności do spółek inkorporowanych w różnych systemach prawa po to, aby móc w dogodny sposób korzystać z różnic w poszczególnych rozwiązaniach prawnych. Przykładu wykorzystania arbitrażu regulacyjnego mającego służyć podniesieniu standardów *corporate governance* przez eliminację jednej ze słabości rynku kapitałowego (*shortermism*) dostarcza Unilever. Ta holendersko-brytyjska spółka, korzystając z tego, że prawo brytyjskie pozwala na niepublikowanie danych dotyczących zysków kwartalnych, począwszy od 2009 r., publikuje wyłącznie kwartalne dane dotyczące sprzedaży, co ma przyczynić się do wydłużenia horyzontu inwestycyjnego akcjonariuszy<sup>24</sup>.

## ZAKOŃCZENIE

Systemy ładu korporacyjnego w poszczególnych krajach różnią się między sobą pod wieloma względami. Ma to swoje uwarunkowania historyczne, które doprowadziły do ukształtowania się odmiennych rozwiązań instytucjonalnych, ale spowodowane jest także konkurencją regulacyjną nastawioną na przyciąganie przedsiębiorców i inwestorów oraz ich kapitałów. Konsekwencją zróżnicowania systemów *corporate governance* jest pojawianie się możliwości stosowania przez spółki arbitrażu regulacyjnego. Obydwa te zjawiska są zazwyczaj oceniane negatywnie, przy czym oceny te często mają charakter dość uprosz-

---

<sup>23</sup> European Commission, *Report of the Reflection Group. On the Future of EU Company Law*, Brussels 2011, s. 10.

<sup>24</sup> P. Polman, *The remedies for capitalism*, [http://www.mckinsey.com/features/capitalism/paul\\_polman](http://www.mckinsey.com/features/capitalism/paul_polman) (30.08/2012).

czony. Tymczasem zarówno konkurencja regulacyjna, jak i arbitraż regulacyjny są zjawiskami złożonymi. Zamiast więc rozstrzygać, czy są one dobre, czy złe należałoby postawić pytanie, jaka konkurencja regulacyjna jest korzystna, a jaka nie, w jakich sytuacjach arbitraż regulacyjny rodzi pozytywne, a jakich negatywne konsekwencje.

Konkurencja regulacyjna może być źródłem patologii, ale może też pozwalać spółkom wybierać rozwiązania lepiej dopasowane do ich potrzeb. Najbardziej demoralizująca jest konkurencja nieprzejrzysta, polegająca na przykład na celowym osłabianiu systemu egzekwowania zawartych w regulacjach zasad. Sprzyja ona nadużyciom i szkodzi nie tylko krajom ją stosującym, ale i uczciwej konkurencji między spółkami.

Podobna sytuacja występuje w przypadku arbitrażu regulacyjnego – ma ona zarówno swoje wady, jak i zalety. Może przyczyniać się do obniżania standardów *corporate governance* w spółkach, ale może też pomóc im w redukcji kosztów. Jego stosowanie jest szczególnie niebezpieczne dla podmiotów nowych, o jeszcze niskiej wiarygodności. Wykorzystując arbitraż regulacyjny, sygnalizują one bowiem brak chęci, bądź możliwości, sprostania wyższemu standardom w zakresie ładu korporacyjnego. Taka postawa budzi nieufność inwestorów i owocuje niższą wyceną spółki.

Obszar *corporate governance*, tak jak i inne obszary regulacji, w których występują różnice w rozwiązaniach prawnych, pozostanie polem konkurencji regulacyjnej. Ważne jest, aby konkurencja ta była otwarta i przejrzysta, a więc opierała się na uczciwych zasadach i aby nie były w niej przekraczane granice, poza którymi pojawiają się możliwości stosowania arbitrażu regulacyjnego w skali zagrażającej respektowaniu podstawowych, uniwersalnych zasad ładu korporacyjnego.

## BIBLIOGRAFIA

- Adamska A., *Systemy nadzoru korporacyjnego na świecie – tendencje zmian*, „Ekonomia i Prawo”, B. Polszakiewicz, J. Boehlke (red.), t. 7/2011, <http://dx.doi.org/10.12775/EiP.2011.004>.
- Armour J., Hansmann H., Kraakman R., *Agency problems and legal strategies*, [w:] R. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative Approach*, Oxford University Press, Oxford 2009.
- Bainbridge S.M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, „Harvard Law Review”, Vol. 119, No. 6/2006.
- Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A., *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law*, „California Law Review”, Vol. 90, No. 6/2002, <http://dx.doi.org/10.2307/3481435>.

- Bebchuk L.A., *Letting shareholders set the rules*, „Harvard Law Review”, Vol. 119, No. 6/2006.
- Davies M., Schlitzer B., *The impracticality of an international „one size fits all” corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal”, Vol. 23, No. 6/2008, <http://dx.doi.org/10.1108/02686900810882093>.
- Dyrektorywa Rady 2001/86/WE z dnia 8 października 2001 uzupełniająca statut spółki europejskiej w odniesieniu do uczestnictwa pracowników, [http://europa.eu/legislation\\_summaries/employment\\_and\\_social\\_policy/social\\_dialogue/l26016\\_pl.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/employment_and_social_policy/social_dialogue/l26016_pl.htm) (22.07.2013).
- Easterbrook F.H., *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, „Virginia Law Review”, Vol. 95, No. 4/2009.
- European Commission, *Report of the Reflection Group. On the Future of EU Company Law*, Brussels 2011.
- Jeżak J., *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Mitchell L.E., Mitchell D.T., *The Financial Determinants of American Corporate Governance: A Brief History*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds.), *A Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010, <http://dx.doi.org/10.1002/9781118258439.ch2>.
- Morck R., Yeung B., *Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance*, NBER Working Paper 15042, Cambridge 2009, <http://dx.doi.org/10.1146/annurev.financial.050808.114257>.
- Okolski J., Wajda D., *Corporate governance*, [w:] J. Okolski (red.), *Prawo handlowe*, Wolters Kluwer, Kraków 2008.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Polman P., *The remedies for capitalism*, [http://www.mckinsey.com/features/capitalism/paul\\_polman](http://www.mckinsey.com/features/capitalism/paul_polman) (30.08.2012).
- Rozporządzenie Rady (WE) nr 2157/2001 z dnia 8 października 2001 w sprawie statutu spółki europejskiej, [http://europa.eu/legislation\\_summaries/employment\\_and\\_social\\_policy/social\\_dialogue/l26016\\_pl.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/employment_and_social_policy/social_dialogue/l26016_pl.htm) (22.07.2013).
- Szomburg J., Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Corporate governance dla rozwoju Polski. Wyjściowe tezy na inauguracyjne posiedzenie Polskiego Forum Corporate Governance*, IBnGR, Gdańsk 2001.
- Szydło M., *Konkurencja regulacyjna w prawie spółek*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2008.
- Szymański W., *Niestabilność gospodarcza a szanse przedsiębiorstw*, [w:] R. Sobiecki, J.W. Pietrewicz (red.), *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2012.

Todd A., *Corporate Governance Best Practices*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds.), *A Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010, <http://dx.doi.org/10.1002/9781118258439.ch4>.