

ROZDZIAŁ 32

EKONOMICZNE I SPOŁECZNE KONSEKWENCJE NARUSZANIA PRAW AKCJONARIUSZY

Agnieszka Ignys^{1}*

1. Wprowadzenie

Rosnąca rola ekonomiczna spółek akcyjnych we współczesnej gospodarce globalnej sprawia, że problematyka nadzoru korporacyjnego zaczyna być nie tylko przedmiotem sporu specjalistów organizacji i zarządzania, ale staje się przedmiotem debaty publicznej. W związku bowiem z faktem, że coraz szersze rzesze społeczeństwa uczestniczą w rynku kapitałowym, czy to poprzez bezpośrednie inwestowanie w akcje, czy też za pośrednictwem funduszy emerytalnych lub inwestycyjnych, kwestie takie jak przestrzeganie praw akcjonariuszy i odpowiedzialność zarządów i rad nadzorczych spółek stają się kwestiami o charakterze nie tylko ekonomicznym, ale także społecznym.

Dla potrzeb tego opracowania przyjęto definicję, zgodnie z którą nadzór korporacyjny jest definiowany jako zestaw zasad dotyczących nadzoru nad spółką oraz sposób w jaki spółka rozlicza się publicznie z przestrzegania tych zasad. Systemy nadzoru korporacyjnego są zatem strukturami, które służą do tworzenia ustrukturalizowanego dialogu między spółką a jej akcjonariuszami i innymi interesariuszami.²Treścią tego dialogu powinny być te wszystkie informacje o spółce, które pozwalają akcjonariuszom ocenić skuteczność działania kierownictwa w kierunku realizacji tych obowiązków, do których spełniania zostali powołani, czyli przede wszystkim maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy. Ten nadrzędny cel służy osiągnięciu celów zarówno o charakterze ekonomicznym, jak i społecznym. Wzrost bogactwa społeczeństwa leży w

¹ * Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

² Parum E., *Does Disclosure on Corporate Governance Lead to Openness and Transparency in How Companies are Managed?*, "Corporate Governance", vol. 13, no 5, September 2005, s. 702 – 709

interesie państwa, które dzięki podatkom otrzymuje wyższe środki, pozwalające na prowadzenie polityki społecznej, w tym także zapewnienie godziwych warunków życia najbardziej potrzebującym członkom społeczeństwa. Poza tym, akcje spółek stanowią ważną część kapitału funduszy emerytalnych, przez co są ważnym elementem zabezpieczenia potrzeb osób kończących swoją aktywność zawodową. W kontekście starzenia się społeczeństw państw rozwiniętych, stanowi to ważny czynnik dla finansów państwa, któremu byłoby bez tego wsparcia coraz trudniej zapewnić zabezpieczenie emerytalne dla rosnących rzesz osób starszych, przy jednoczesnym spadku liczby osób w wieku produkcyjnym.

2. Prawa akcjonariuszy

Prawa akcjonariuszy wynikają bezpośrednio z prawa własności. Są to więc przede wszystkim prawo do ochrony wartości swojego majątku oraz swobodnego nim dysponowania, w granicach obowiązujących przepisów. Prawo do ochrony wartości wymaga, aby akcjonariusz był chroniony przed nadużyciami ze strony dysponentów jego majątku, czyli kierownictwa spółki, a także, w przypadku wysokiej koncentracji akcji, ze strony dominującego akcjonariusza. W tym celu system nadzoru korporacyjnego przewiduje także między innymi mechanizmy, jak przepisy prawa, monitorującą rolę rady nadzorczej i walnego zgromadzenia akcjonariuszy oraz wymogi co do ujawniania informacji przez spółki. Prawo do swobodnego dysponowania majątkiem oznacza, że akcjonariusz może w dowolnym momencie sprzedać posiadane akcje bez istotnej utraty swojego majątku. To prawo w przypadku spółek akcyjnych pozostających w obrocie publicznym jest zapewnione poprzez funkcjonowanie giełdy papierów wartościowych i zasadniczo nie bywa naruszane. Pewne ograniczenia obrotu dotyczą wyłącznie akcji imiennych.

W zakresie ochrony praw akcjonariuszy, najważniejszym problemem jest dbałość o interesy akcjonariuszy mniejszościowych, bo to te podmioty właśnie są szczególnie wrażliwe na nadużycia. Spowodowane jest to ich mniejszą zwykle siłą finansową, a także często mniejszą orientacją w zasadach funkcjonowania rynków kapitałowych. Spośród metod ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych do najważniejszych należą:

- prawo cywilne i inne ogólnie obowiązujące normy prawa,
- wymogi informacyjne wobec spółek akcyjnych – w tym wymogi rachunkowości,
- zasady zwoływania i prowadzenia walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Ze względu na szczególną rolę ekonomiczną i społeczną ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, organa Unii Europejskiej podejmują liczne inicjatywy w kierunku ujednoczenia odpowiednich zasad na całym terenie Wspólnoty. Celem inicjatywy Unii Europejskiej w kierunku ujednoczenia

zasad nadzoru korporacyjnego jest wzmocnienie praw akcjonariuszy, ochrona praw pracowników i wierzycieli oraz poprawa efektywności i konkurencyjności europejskich przedsiębiorstw.³

Najważniejszym obecnie dokumentem z zakresu praw akcjonariuszy w Unii Europejskiej jest dyrektywa nr 2007/36 z dnia 11 lipca 2007 dotycząca praw akcjonariuszy w publicznych spółkach akcyjnych. Do najważniejszych praw akcjonariuszy, które są wyróżnione przez tą dyrektywę należą: wymagania co do transparentności spółek, głosowanie przez pełnomocników, uczestniczenie w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy za pośrednictwem mediów elektronicznych oraz zapewnienie realizacji prawa głosu w przypadku akcjonariatu międzynarodowego.

Wzmocnienie praw akcjonariuszy jest również silnie promowane przez OECD. Środkiem do osiągnięcia tego celu jest przede wszystkim uczciwość, transparentność i dostęp do informacji oraz rzetelność przedstawianych informacji, zwłaszcza tych o charakterze finansowym.⁴ OECD podkreśla znaczenie relatywnie nowej na rynku grupy akcjonariuszy, jaką są akcjonariusze instytucjonalni. OECD pragnie promować aktywność tej grupy inwestorów poprzez ułatwienia w dostępie do informacji o spółce, zachęcanie do korzystania z prawa głosu oraz wzrost znaczenia niezależnych członków rady spółki.

3. Ekonomiczne konsekwencje naruszania praw akcjonariuszy

Naruszanie praw akcjonariuszy, w tym zwłaszcza akcjonariuszy mniejszościowych, powoduje bardzo poważne konsekwencje natury ekonomicznej. Korzyści z takich działań odnoszą przede wszystkim kierownicy najwyższego szczebla spółek, a także w niektórych przypadkach, dominujący akcjonariusz. Do najważniejszych skutków naruszania praw akcjonariuszy zaliczyć należy:

- spadek wartości akcji spółki,
- wzrost kosztów funkcjonowania spółki – w formie wzrostu wynagrodzeń kierownictwa lub innych form nieuprawnionego korzystania z majątku spółki przez kierownictwo,
- straty w skali makro, takie jak obniżenie dochodów podatkowych państwa lub nadmierny wzrost cen towarów i usług oferowanych przez spółki.

³ European Union, *Communication of the Commission to the Council and the European Parliament, Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union: A Plan to Move Forward*, europa.eu.int, 2004

⁴ OECD, *Corporate Governance – improving competitiveness and access to global capital markets*, "Corporate Governance", vol. 7, no 2, April 1999, s. 411 – 420

3.1. Spadek wartości akcji spółki

Cena akcji spółki na giełdzie papierów wartościowych odzwierciedla jej wartość z punktu widzenia inwestorów. Jest ona zarówno wyrazem wartości bieżącej, jak i postrzeganej zdolności do generowania nadwyżki ekonomicznej w przyszłości. Ocena taka jest dokonywana na podstawie posiadanych przez inwestorów informacji o kondycji finansowej spółki, jej zamierzeniach oraz szansach realizacji tych zamierzeń. Informacje takie powinny zostać zawarte w raporcie rocznym spółki lub innym dokumencie wydawanym dla potrzeb akcjonariuszy. Bardzo ważna jest jakość takich informacji, określana poprzez zachowanie pewnych wypracowanych przez praktykę standardów. Niskie standardy nadzoru korporacyjnego zwiększają koszt kapitału, obniżają wyniki operacyjne przedsiębiorstw i utrudniają przepływy kapitału inwestycyjnego.⁵ W większości rozwiniętych gospodarek, w tym również w Polsce, państwo poprzez system prawny określa minimalne wymogi informacyjne wobec spółek publicznych. Określa także pewne standardy, jakie taka informacja spełniać powinna. Do najważniejszych zaliczyć należy wymóg rzetelności, czy też zgodności publikowanych informacji ze stanem faktycznym.^{6*}

Jednakże akcjonariusz często nie posiada wystarczającej wiedzy ekonomicznej, a tym bardziej możliwości kontrolnych, aby zbadać rzetelność przedstawianych informacji. To podkreśla istotną rolę rady spółki jako mechanizmu zapewnienia dbałości o interesy akcjonariuszy. Podkreśla się więc znaczenie monitorującej roli rady spółki, która powinna przekraczać ramy samej tylko kontroli finansowej i nadzoru nad wewnętrznymi procesami rady. Monitoring powinien oznaczać, że rada regularnie ocenia sytuację spółki i działa na podstawie tej oceny w celu zapewnienia sobie kontroli nad sytuacją.⁷ Rada jest także odpowiedzialna za likwidowanie asymetrii informacyjnej między kierownictwem a akcjonariuszami,⁸ poprzez zapewnienie terminowej i rzetelnej informacji dostarczanej akcjonariuszom przez kierownictwo w formie raportów finansowych oraz raportów o nadzorze korporacyjnym. Taka informacja powoduje, że cena akcji spółki na rynku kapitałowym odzwierciedla faktyczną wartość spółki, dzięki czemu zarząd ma ograniczone możliwości podejmowania działań niekorzystnych dla akcjonariuszy, zwłaszcza akcjonariuszy mniejszościowych, których możliwości monitorowania kierownictwa są bardzo ograniczone.⁹

⁵ Wu X., *Corporate Governance and Corruption: A Cross-Country Analysis*, "Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions", vol. 18, no 2, April 2005, s. 151

⁶ * W Stanach Zjednoczonych wymagane jest nawet złożenie oświadczenia pod przysięgą, co do zgodności treści raportu rocznego ze stanem faktycznym

⁷ Van den Berghe L.A.A., Baelden T., *The Monitoring Role of the Board: one approach does not fit all*, "Corporate Governance", vol. 13, no 5, September 2005, s. 680 – 690

⁸ Donnelly R., Mulcahy M., *Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland*, "Corporate Governance", vol. 16, no 5, September 2008, s. 416 – 429

⁹ Saito R., Dutra M.G.L., *Boards of Directors of Publicly-Held Companies in Brazil*:

Rada spółki, jako narzędzie nadzoru nad kierownictwem, działające w imieniu i interesie akcjonariuszy, powinno również podlegać kontroli z ich strony. Temu celowi służy raport roczny, który powinien zawierać także wszelkie istotne informacje dotyczące składu i działania rady spółki. Akcjonariusze, po przeczytaniu raportu rocznego, powinni wiedzieć, kto zasiada w radzie, jakie są powiązania członków rady ze spółką lub jej akcjonariuszami, jakie są kwalifikacje członków rady do radzenia sobie z wyzwaniami globalizacji i wzmacniania pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa.¹⁰

3.2. Wzrost kosztów funkcjonowania spółki

Wzrost kosztów funkcjonowania spółek w przypadku naruszania interesów akcjonariuszy, w tym szczególnie akcjonariuszy mniejszościowych, jest związany z nadużyciami ze strony kierownictwa lub dominującego akcjonariusza. W przypadku nadużyć ze strony kierownictwa, główną ich formą są różnego rodzaju nadużycia finansowe, takie jak wzrost wynagrodzeń niewspółmierny do dochodów spółki, wypłacanie nienależnych dodatków i premii,¹¹ a także ekstrawagancje finansowe na koszt spółki.¹² Działania takie przyczyniają się do znacznego czasami wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstwa, ale rzadko potrafią doprowadzić do jego upadku.

Jednym z najważniejszych powodów, dla których nadużycia kierownictwa na koszt akcjonariuszy są w ogóle możliwe, jest asymetria informacyjna. W tym kontekście wymogi dotyczące ujawniania informacji pełnią niezmiernie ważną rolę.¹³ Ujawnianie rzetelnych i aktualnych informacji jest kluczowe dla akcjonariuszy, którzy na podstawie tych informacji podejmują decyzje o kontynuacji bądź zaprzestaniu inwestowania w akcje danej spółki. W interesie menedżerów niekiedy nie leży jednak ujawnianie pełnych i prawdziwych informacji. Mogą oni mieć skłonność do zatajania bądź zniekształcania części informacji w obawie, że ujawnienie słabych wyników może spowodować utratę zatrudnienia. Także dobre wyniki mogą być czasami ukrywane po to, aby menedżerowie mogli skorzystać z nich zanim zostaną upublicznione, na przykład poprzez odpowiednią renegotiację kontraktów lub transakcje giełdowe.

Potencjalnie bardziej niebezpieczne dla funkcjonowania spółki są nadużycia ze strony dominującego udziałowcy na niekorzyść udziałowców mniejszościowych. Jedną z powszechnych form wykorzystywania dominującej *profile and implications for minority shareholders*, "Corporate Governance", vol. 14, no 2, March 2006, s. 98 – 106

¹⁰ Parum E., op cit, s. 704

¹¹ Mesjasz C., *Kontrakty i relacje przedstawicielstwa w nadzorze nad przedsiębiorstwem*, „Organizacja i kierowanie”, nr 4/1998, s. 55 – 67

¹² Przykładem może być Ted Kozlowsky, szef firmy Tyco, który na koszt spółki oddawał się swojemu hobby, którym było kolekcjonowanie obrazów francuskich impresjonistów

¹³ Donnelly R., Mulcahy M., op cit, s. 417

pozycji są transfery zysków ze spółek córek do central koncernów. Dotyczy to zwłaszcza filii umiejscowionych w krajach o niższym poziomie ochrony akcjonariuszy, jak na przykład Indie, gdzie od stycznia 2010 Unilever będzie przekazywał na rzecz spółki-matki 1% wartości sprzedaży netto.¹⁴ Koncerny globalne usprawiedliwiają tego rodzaju płatności kosztami opracowywania nowych produktów i technologii. Badania stanowią w wielu branżach podstawę funkcjonowania, jednakże ze względu na umiejscowienie centrów badawczych głównie w krajach bardziej rozwiniętych, akcjonariusze mniejszościowi spółek-córek, korzystających z wyników badań, nie ponoszą ich kosztów. Płatności transferowe mają na celu ograniczanie tych dysproporcji.

Przeciwnicy tych rozwiązań zwracają uwagę na fakt, że często płatności transferowe pozwalają centralom koncernów utrzymać się na powierzchni, dzięki temu, że spółki-córki znajdują się na szybko rosnących rynkach, gdy tymczasem centrale koncernów zmagają się ze skutkami kryzysu w krajach rozwiniętych. A więc tak naprawdę biedni utrzymują bogatych. Ponadto tego typu płatności są często formą wyprzedazy aktywów przejętego przedsiębiorstwa, prowadzące bezpośrednio do jego zlikwidowania. Z sytuacjami tego typu mieliśmy do czynienia w Polsce w pierwszych latach procesu transformacji ustrojowej.

3.3. Straty w skali makro

Do najważniejszych strat w skali całej gospodarki, wynikających z niedostatecznej ochrony praw akcjonariuszy, należą obniżenie dochodów podatkowych państwa lub nadmierny wzrost cen towarów i usług oferowanych przez spółki. Do utraty przychodów podatkowych państwa dochodzi wówczas, gdy firmy transferują zyski do spółek-matek, a także kiedy z innych powodów prowadzą tzw. „kreatywną księgowość”.¹⁵ Wzrost cen dóbr i usług jest natomiast związany głównie z dążeniem do uzyskania na rynku czy w sektorze dominującej pozycji. Jest to możliwe między innymi przez fuzje z innymi spółkami, wrogie czy przyjazne przejęcia innych spółek a także udział w procesach prywatyzacji.

4. Społeczne konsekwencje naruszania praw akcjonariuszy

Naruszanie praw akcjonariuszy, poza ważnymi konsekwencjami gospodarczymi, wiąże się również z niekorzystnymi skutkami o charakterze społecznym. Do najważniejszych z nich zaliczyć należy:

- zagrożenie oszczędności społeczeństwa, w tym zwłaszcza środków umieszczonych w funduszach emerytalnych, mających szczególne znaczenie

¹⁴ Kant K., Vijayraghavan K., *Global cos seen taking minority shareholders for a royalty ride*, „The Economic Times”, 18 Dec. 2009

¹⁵ Solarz J.K., *Nadzór korporacyjny w sektorze publicznym*, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 71 – 88

społeczne,

- utrata zaufania społecznego do spółek akcyjnych i rynku kapitałowego jako całości w wyniku niewystarczających standardów nadzoru korporacyjnego w danym kraju,
- pogorszenie międzynarodowego wizerunku państwa.

4.1. Zagrożenie oszczędności społeczeństwa

W rozwiniętej części świata mamy do czynienia z poważnym problemem starzenia się społeczeństw w wyniku dużego ograniczenia przyrostu naturalnego. Systemy emerytalne oparte na płatnościach transferowych stają się niemożliwe do utrzymania ze względu na rosnącą liczbę ich beneficjentów i malejącą liczbę osób aktywnych zawodowo. Alternatywą dla państwowego systemu emerytalnego jest system kapitałowy, oparty na indywidualnych składkach przyszłych emerytów, które są zarządzane przez instytucje finansowe, inwestujące między innymi w akcje spółek publicznych. Stąd zasady działania rynków kapitałowych stają się ważnym wyzwaniem dla współczesnego nadzoru korporacyjnego z powodu wzrostu udziału w całości kapitału obecnego na rynku finansowym składek z funduszy emerytalnych. Oznacza to konieczność lepszego zabezpieczenia tych funduszy ze względu na ich istotną rolę społeczną, często dodatkowo chronioną autorytetem państwa. Ta ochrona to w dużej mierze dodatkowe wymagania informacyjne od spółek.¹⁶

W tym kontekście bardzo ważna jest również aktywność funduszy emerytalnych jako akcjonariuszy instytucjonalnych. I taką aktywność zauważa się na świecie. W latach 90-tych we wszystkich krajach OECD odnotowano wzrost aktywności akcjonariuszy instytucjonalnych, którzy zaczęli żądać wdrażania takiego modelu nadzoru korporacyjnego, który chroni interesy akcjonariuszy mniejszościowych.¹⁷ Model ten zakłada przede wszystkim wzrost dostępu do informacji i zwiększoną transparentność spółek. Wielu badaczy zauważa postępujące globalne ujednocianie norm nadzoru korporacyjnego w zakresie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, wymuszone przez aktywność funduszy kapitałowych różnego typu, zwłaszcza zaś funduszy emerytalnych.¹⁸ W najbliższej przyszłości należy się z pewnością spodziewać dalszego wzrostu znaczenia tych akcjonariuszy w rynku kapitałowym, a co za tym idzie dalszy wzrost wymagań co do jakości nadzoru korporacyjnego, a zwłaszcza zapewnienia ochrony praw wszystkich akcjonariuszy.

¹⁶ Aguilera R.V., *Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective*, "British Journal of Management", vol. 16, 2005, s. S39 – S53

¹⁷ Bloommestein H.J., Funke N., *The Rise of the Institutional Investors*, www.oecd.org, 2001

¹⁸ Markarian G., Parbonetti A., Previts G.J., *The Convergence of Disclosure and Governance Practices in the World's Largest Firms*, "Corporate Governance", vol. 15, no 2, March 2007, s. 294 – 310

4.2. Utrata zaufania społecznego do spółek i rynku kapitałowego jako całości

Informacja jest kluczowym czynnikiem dla sprawnego i efektywnego funkcjonowania rynków. Więcej informacji pozwala na lepszą analizę czynników wpływających na działalność wszelkich podmiotów. Dzięki temu menedżerowie mogą podejmować decyzje oparte o racjonalne przesłanki i pełniej uwzględniające istniejące szanse i zagrożenia.¹⁹ Staje się to niezmiernie ważne zwłaszcza w dobie kryzysu, ponieważ dzięki pełniejszemu dostępowi do informacji dla inwestorów, rynek finansowy ma szansę szybciej wrócić na ścieżkę trwałego wzrostu. Brak natomiast rzetelnej informacji o działalności spółek prowadzi do utraty zaufania do rynku kapitałowego i wycofywanie oszczędności do uważanych za bardziej bezpieczne form inwestowania.

Rzetelne ujawnianie informacji o spółce jest ważnym warunkiem sprawnego funkcjonowania rynków kapitałowych. Rynki kapitałowe wymagają płynności opartej o rzetelną wycenę wartości akcji spółek. Jeśli menedżerowie mogą odnosić nienależne korzyści kosztem udziałowców lub też informacja dostarczana na rynek nie jest wystarczająca dla prawidłowej oceny inwestycyjnej akcji spółki, to inwestorzy albo wycofują swoje środki, albo będą żądać wyższych zysków w zamian za zwiększone ryzyko inwestycji.²⁰

Rodzaj i jakość informacji dostarczanych przez spółki akcyjne swoim inwestorom zależy przede wszystkim od obowiązujących w danym kraju przepisów prawa oraz od tzw. „soft law”, czyli „miękkiego prawa”, przyjmującego głównie formę regulacji własnych giełd papierów wartościowych. Te dwa źródła przepisów w głównej mierze wyznaczają zakres informacji ujawnianej przez spółki swoim akcjonariuszom. Ważna jest również aktywność mediów. Dostarczają one informacji, która kształtuje reputację przedsiębiorstw. W ten sposób wpływają na zachowania menedżerów.²¹

Spośród wymienionych powyżej, regulacje własne giełd papierów wartościowych odgrywają szczególną rolę w kształtowaniu transparentności spółek akcyjnych. Wynika to głównie z ich szczegółowości oraz bardzo praktycznego charakteru. Są one przeważnie konstruowane w formie kodeksów dobrych praktyk, co sprawia, że są bardzo przydatnym narzędziem oceny jakości stosowanych przez spółkę standardów nadzoru korporacyjnego. Ponadto zasada „comply or explain” powoduje, że wiele spółek stara się wdrożyć te zasady

¹⁹ Islam R., *Does more transparency go along with better governance?*, „Economics & Politics”, vol. 18, no. 2, July 2006, s. 121 – 167

²⁰ Sheridan L., Jones E., Marstone C., *Corporate Governance Codes and the Supply of Corporate Information in the UK*, „Corporate Governance”, vol. 14, no 5, September 2006, s. 497 – 503

²¹ Dyck A., Zingales L., *The corporate governance role of the media*, NBER Working Paper 9309, 2002

pomimo ich nieobowiązkowego charakteru, po to aby uniknąć wyjaśniania przyczyn ich niestosowania. Sam już ten mechanizm powoduje wzrost jakości nadzoru korporacyjnego spółek. Ponadto kodeksy dobrych praktyk pełnią wiele ważnych ról, w czym do najważniejszych zaliczyć należy:²²

- wzrost zaufania do spółek publicznych i wyższy ich prestiż,
- napływ spółek na giełdę w celu budowania pozycji na rynku, a nie tylko pozyskania kapitału,
- nowe kryteria oceny przedsiębiorstwa,
- oddzielenie rynku kapitałowego od polityki,
- planowanie sukcesji na najwyższych stanowiskach w organizacji.

Ujawnianie ważnych informacji o spółce i jej kondycji finansowej przyczynia się nie tylko do zapewnienia realizacji praw interesariuszy. Korzyści z transparentności spółek i całego rynku kapitałowego dotyczą również skali makro, czyli całej gospodarki. Do najważniejszych zaliczyć należy:²³

1. korzyści dla gospodarki:

- zwiększa zaufanie inwestorów,
- przyciąga długoterminowy kapitał,
- koszt kapitału jest wówczas niższy,
- lepsza alokacja zasobów,
- poprawa efektywności gospodarki;

2. korzyści dla inwestorów:

- stwarza przesłanki do wyceny spółki,
- podejmowanie decyzji oparte na racjonalnych ocenach,
- pozwala prowadzić odpowiedni monitoring działalności przedsiębiorstwa,
- ułatwia rozliczanie kadry kierowniczej z realizacji jej obowiązków.

Zewzględniając istotną rolę rzetelnej informacji w ochronie praw akcjonariuszy i powodzeniu gospodarki jako całości, wiele badań zostało poświęcone temu zagadnieniu. W jednym z nich próbowano zidentyfikować czynniki wpływające na poziom ujawniania informacji. Stwierdzono istotną statystycznie rolę trzech z nich, to jest:²⁴

²² Wąchol J., *Rola nadzoru korporacyjnego w procesie globalizacji a kodeksy dobrych praktyk*, w: *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 387 – 407

²³ Postrach K., *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 229 – 240

²⁴ Bauwhede H.V., Willekens M., *Disclosure on Corporate Governance in the European Union*, "Corporate Governance", vol. 16, no 2, March 2008, s. 101 – 115

- koszty agencji – oddzielenie własności od kontroli powoduje konflikt między kierownictwem spółki, a jej akcjonariuszami wynikający z asymetrii w dostępie do informacji o spółce; odpowiedni poziom ujawniania informacji łagodzi ten konflikt; korzyści wynikające z ujawniania informacji są tym znaczniejsze, im wyższy jest stopień rozproszenia własności w spółce;
- niepewność dochodów – dochody, a zwłaszcza należności i dochody przyszłych okresów są niepewną stroną raportów rocznych przedsiębiorstw, co pokazały niedawne skandale korporacyjne związane z tzw. kreatywną księgowością; dobre praktyki nadzoru korporacyjnego, w tym zwłaszcza funkcjonowanie komitetu audytu rady nadzorczej, podnoszą zaufanie inwestorów w rzetelność przedstawianych raportów finansowych, co obniża koszt pozyskiwania finansowania i ogólne ryzyko funkcjonowania na rynku kapitałowym; z tego względu ujawnianie informacji z zakresu stosowanych rozwiązań nadzoru korporacyjnego podnosi bezpieczeństwo działania na rynku także akcjonariuszy mniejszościowych;
- system prawny – system prawny oferujący dobrą ochronę praw akcjonariuszy przyczynia się do wystąpienia asymetrii informacyjnej między menedżerami a akcjonariuszami, co powoduje wzrost zakresu ujawniania informacji; system nie oferujący tak dobrej ochrony powoduje wystąpienie asymetrii informacyjnej między akcjonariuszem większościowym, a mniejszościowymi, co nie przyczynia się do wzrostu zakresu ujawnianej informacji.

4.3. Pogorszenie międzynarodowego wizerunku państwa

Wzrost prawdziwie globalnych firm wymaga stworzenia im możliwości gromadzenia kapitału ponad granicami jednego państwa, ponieważ żadne jedno państwo nie jest w stanie dostarczyć kapitału wystarczającego dla prowadzenia prawdziwie globalnej działalności. Jednakże zdobycie wielonarodowego grona inwestorów wymaga stosowania w miarę ujednoczonych zasad nadzoru korporacyjnego. Stąd można zauważyć postępującą globalną harmonizację o charakterze funkcjonalnym, opartą głównie o anglosaskie zasady nadzoru.²⁵ Taka harmonizacja stanowi często warunek wejścia danego kraju do grona tych uczestniczących w procesach globalizacyjnych i mogących skorzystać z szans przez nie stwarzanych. W Polsce zauważyć można to zjawisko w sposób szczególnie wyraźny, podobnie jak w wielu innych krajach postsocjalistycznych, gdzie pojęcie standardów rynków kapitałowych i nadzoru korporacyjnego istnieje dopiero od 20 lat. W tym okresie nastąpiła bezprecedensowa zmiana standardów działania spółek w kierunku przestrzegania światowych reguł i wymagań. Spowodowało to ogromne polepszenie wizerunku naszego państwa jako miejsca inwestowania.

²⁵ Markarian G., Parbonetti A., Previts G.J., *The Convergence of Disclosure and Governance Practices in the World's Largest Firms*, "Corporate Governance", vol. 15, no 2, March 2007, s. 294 – 310

Innym ważnym zagrożeniem mogącym pogorszyć międzynarodowe postrzeganie kraju jako miejsca inwestycji jest zjawisko korupcji. Warto zauważyć, że zasady nadzoru korporacyjnego i transparentność spółek mają znaczący wpływ na motywy i ograniczenia zarówno strony popytowej, jak i podażowej korupcji, rozumianej jako nadużywanie stanowiska służbowego w administracji państwowej lub samorządowej do celów prywatnych.²⁶ Związek nadzoru korporacyjnego z korupcją jest szczególnie istotny w krajach rozwijających się i przechodzących transformację gospodarczą. Dotyczy to szczególnie procesów prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, które to procesy również w Polsce były obarczone różnego rodzaju patologiami, ze względu na niejawność wielu informacji i niejasne zasady nadzoru korporacyjnego.

5. Podsumowanie

Celem artykułu jest wskazanie najważniejszych konsekwencji ekonomicznych i społecznych ochrony, czy też niedostatecznej ochrony, praw akcjonariuszy spółek publicznych. Konsekwencje ekonomiczne związane są głównie z zagrożeniem nadużyć na koszt akcjonariuszy przez kierownictwo przedsiębiorstwa oraz dominujących akcjonariuszy, którzy mogą dokonać nadużyć wobec akcjonariuszy mniejszościowych. Ponadto słabe standardy nadzoru korporacyjnego obowiązujące w danym kraju mogą powodować negatywne konsekwencje w skali całej gospodarki.

Społeczne skutki naruszania praw akcjonariuszy dotyczą głównie zabezpieczenia oszczędności społeczeństwa, w tym zwłaszcza środków gromadzonych w funduszach emerytalnych. Ponadto warto wspomnieć także o pogorszeniu wizerunku państwa w skali globalnej oraz utracie zaufania społeczeństwa wobec rynków kapitałowych, co powoduje odpływ oszczędności do innych, uważanych za bardziej pewne, metod inwestowania.

Ogólnym wnioskiem płynącym z powyższych rozważań jest konstatacja co do istotnej roli standardów nadzoru korporacyjnego w zakresie ochrony praw akcjonariuszy, co ma znaczenie nie tylko dla tych akcjonariuszy, ale także dla gospodarki i społeczeństwa jako całości.

Literatura

1. Aguilera R.V., *Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective*, "British Journal of Management", vol. 16, 2005, s. S39 – S53
2. Bauwhede H.V., Willekens M., *Disclosure on Corporate Governance in the European Union*, "Corporate Governance", vol. 16, no 2, March 2008, s. 101 – 115
3. Bloommestein H.J., Funke N., *The Rise of the Institutional Investors*, www.oecd.org, 2001

²⁶ Wu X., op cit, s. 152

4. Bratnicki M., Kozłowski R., *Systemy ratingu nadzoru korporacyjnego*, „Organizacja i kierowanie” nr 4/2004, s. 19 – 38
5. Collett P., Hrasky S., *Voluntary Disclosure of Corporate Governance Practices by Listed Australian Companies*, “Corporate Governance”, vol. 13, no 2, March 2005, s. 188 – 196
6. Donnelly R., Mulcahy M., *Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland*, “Corporate Governance”, vol. 16, no 5, September 2008, s. 416 – 429
7. Dyck A., Zingales L., *The corporate governance role of the media*, NBER Working Paper 9309, 2002
8. EU – European Union, *Communication of the Commission to the Council and the European Parliament, Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union: A Plan to Move Forward*, europa.eu.int, 2004
9. Islam R., *Does more transparency go along with better governance?*, “Economics & Politics”, vol. 18, no. 2, July 2006, s. 121 – 167
10. Jara-Bertin M., Lopez-Inturriaga F.J., Lopez-de-Foronda O., *The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value*, “Corporate Governance”, vol. 16, no 3, May 2008, s. 146 – 159
11. Kant K., Vijayraghavan K., *Global cos seen taking minority shareholders for a royalty ride*, “The Economic Times”, 18 Dec. 2009
12. Lopez-de-Foronda O., Lopez-Inturriaga F.J., Santamaria-Mariscal M., *Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence*, “Corporate Governance”, vol. 15, no 6, November 2007, s. 1130 – 1143
13. Markarian G., Parbonetti A., Previts G.J., *The Convergence of Disclosure and Governance Practices in the World’s Largest Firms*, “Corporate Governance”, vol. 15, no 2, March 2007, s. 294 – 310
14. Mesjasz C., *Kontrakty i relacje przedstawicielstwa w nadzorze nad przedsiębiorstwem*, „Organizacja i kierowanie”, nr 4/1998, s. 55 – 67
15. OECD, *Corporate Governance – improving competitiveness and access to global capital markets*, “Corporate Governance”, vol. 7, no 2, April 1999
16. Parum E., *Does Disclosure on Corporate Governance Lead to Openness and Transparency in How Companies are Managed?*, “Corporate Governance”, vol. 13, no 5, September 2005, s. 702 – 709
17. Postrach K., *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 229 – 240
18. Saito R., Dutra M.G.L., *Boards of Directors of Publicly-Held Companies in Brazil: profile and implications for minority shareholders*, “Corporate Governance”, vol. 14, no 2, March 2006, s. 98 – 106
19. Sheridan L., Jones E., Marstone C., *Corporate Governance Codes and the Supply of Corporate Information in the UK*, “Corporate Governance”, vol. 14, no 5, September 2006, s. 497 – 503
20. Solarz J.K., *Nadzór korporacyjny w sektorze publicznym*, w: *Ekonomiczne i*

- społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 71 – 88
21. Van den Berghe L.A.A., Baelden T., *The Monitoring Role of the Board: one approach does not fit all*, "Corporate Governance", vol. 13, no 5, September 2005, s. 680 – 690
 22. Wąchol J., *Rola nadzoru korporacyjnego w procesie globalizacji a kodeksy dobrych praktyk*, w: *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 387 – 407
 23. Wu X., *Corporate Governance and Corruption: A Cross-Country Analysis*, "Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions", vol. 18, no 2, April 2005, s. 151 – 170

Streszczenie

Celem artykułu jest uwidocznienie znaczenia przestrzegania praw akcjonariuszy, w tym zwłaszcza akcjonariuszy mniejszościowych. Istota ta wynika głównie z negatywnych konsekwencji związanych z naruszaniem tych praw, które można podzielić na konsekwencje o charakterze ekonomicznym i społecznym. Najważniejsze z obu grup zostały przedstawione w artykule.

Summary

The aim of the article is to stress the importance of shareholder rights, especially minority shareholder rights. Shareholder rights protection is justified by the possible negative consequences of disobedience to those rights. Those consequences can be divided into economical and social ones, and both groups are dealt with in this article.