

Dr Alina Szewc-Rogalska
Zakład Statystyki i Ekonometrii
Uniwersytet Rzeszowski

KIERUNKI OGRANICZANIA NIERÓWNOŚCI WŚRÓD AKCJONARIUSZY SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Wstęp

Akcjonariusze, inwestujący swój kapitał w akcje spółek giełdowych, są zainteresowani uzyskaniem dochodów w postaci dywidendy oraz rat kapitałowych ze sprzedaży akcji. Jednakże realizacja tak rozumianych interesów akcjonariuszy może być zagrożona z uwagi na konflikty występujące w spółkach. Ich konsekwencją są nierówności wśród akcjonariuszy w zakresie praw, pozycji oraz wysokości dochodów osiąganych z tytułu zainwestowanego kapitału. Ze względu na uprzywilejowaną pozycję oraz asymetrię informacyjną, dominujący akcjonariusze i silni menedżerowie mogą czerpać nieproporcjonalnie duże korzyści i realizować swoje prywatne interesy kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.

Celem niniejszej pracy jest próba wskazania kierunków ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych. Dla potrzeb realizacji przyjętego celu pracy podjęto rozważania dotyczące istoty problemu nierówności wśród akcjonariuszy oraz możliwości wzmocnienia pozycji akcjonariuszy mniejszościowych.

Istota problemu nierówności wśród akcjonariuszy

Pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach jest uzależniona od charakteru relacji agencyjnych. Relacje te mogą przyjmować różną postać zależnie od typu struktury własności, tj. własności rozproszonej albo własności skoncentrowanej (por. tabela 1).

W warunkach rozproszonej własności akcjonariusze posiadający niewielkie pakiety akcji nie są w stanie kontrolować decyzji menedżerów wykorzystując prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Dzięki temu menedżerowie mogą realizować w pierwszej kolejności własne interesy

kosztem interesów akcjonariuszy [Popławski, 2003, s. 59-75]. W warunkach skoncentrowanej własności problem agencyjny pojawia się na linii: dominujący akcjonariusz (oraz lojalny mu menedżer) – akcjonariusz mniejszościowy. Akcjonariusz dominujący ma znacznie lepszy niż inni dostęp do informacji oraz możliwość obsadzania kluczowych stanowisk w korporacji, co sprzyja czerpaniu tzw. prywatnych korzyści kontroli [Zingales, 1994, s. 125-148]. W konsekwencji tej nierównowagi pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółce jest zagrożona, zwłaszcza że zaobserwowano zwiększające się rozdzielanie własności i kontroli poprzez wykorzystanie przez akcjonariuszy dominujących specjalnych mechanizmów prawnych, np. akcji uprzywilejowanych co do głosu. Dzięki temu mogą oni czerpać nieproporcjonalnie większe korzyści z tytułu swojej uprzywilejowanej pozycji w spółce, niż wynika to z przysługujących im praw własności [Popławski, 2003].

Tabela 1. Rodzaj struktury własnościowej a charakter relacji agencyjnych w spółkach

Wyszczególnienie	Własność	
	ROZPROSZONA	SKONCENTROWANA
Model nadzoru korporacyjnego	Otwarty (outsider system)	Zamknięty (insider system)
Miejsce (kraj) występowania	Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, Australia	Większość krajów Europy Zachodniej, np. Francja, Niemcy, Polska
Charakter relacji agencyjnych	Relacje agencyjne na linii: akcjonariusze a menedżerowie	Relacje agencyjne na linii: akcjonariusze mniejszościowi a dominujący akcjonariusz (i lojalni mu menedżerowie)

Źródło: opracowanie własne.

Naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych i czerpanie prywatnych korzyści przez dominujących akcjonariuszy i silnych menedżerów określa się mianem tunelowania. Może ono przyjmować różne formy [Johnson i inni, 2000; Shleifer, Vishny, 1997, s. 737-783]:

- poprzez niekorzystne dla spółki ceny transferowe dominujący akcjonariusz transferuje zasoby, kontrolując transakcje danej spółki (której jest akcjonariuszem) z innymi podmiotami gospodarczymi, będącymi jego własnością lub podmiotami powiązanymi z nim lub jego rodziną;
- nadmierne wynagrodzenia menedżerów w sytuacji, gdy spółka ponosi straty;

- przeprowadzanie transakcji finansowych przy wykorzystywaniu informacji poufnych;
- zwiększanie swojego udziału w spółce poprzez emisje uprzywilejowane rozwadniające udziały pozostałych akcjonariuszy;
- emisje akcji kierowane do podmiotów zaprzyjaźnionych;
- konsumpcję pośrednią poprzez zakup luksusowych samochodów, odrzutowców;
- preferowanie nadmiernego rozrostu korporacji niż wynikałoby to z rachunku ekonomicznego (np. forsowanie ulubionych projektów);
- promowanie krewnych (nepotyzm).

Na polskim rynku giełdowym występuje szereg przypadków konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami dominującymi i mniejszościowymi. Jako przykład naruszania praw akcjonariuszy mniejszościowych przez zarząd i akcjonariuszy dominujących można podać przypadek opisywanej w prasie spółki Suwary [*Zarząd Suwary...*, 2006, s. 1]. Prezes zarządu doprowadził do tego, że spółka utraciła kontrolę nad firmą zależną. Nowe udziały w podwyższonym kapitale spółki-córki (generującej bardzo wysokie zyski) objął wspomniany prezes. Stał się właścicielem większościowego pakietu akcji, przy czym akcje te zostały nabyte po zaniżonej cenie. Dlatego też transakcja ta stała się przyczyną ostrego sporu między inwestorami mniejszościowymi a zarządem spółki-matki i akcjonariuszami dominującymi.

Istnieje podejrzenie, że wiele spółek z udziałem kapitału zagranicznego stosuje nielegalny transfer zysków do spółek macierzystych, mających siedzibę poza terytorium Polski. Mechanizm cen transferowych, stosowany przez inwestorów zagranicznych, polega na wymianie towarów i usług między jednostkami macierzystymi a ich oddziałami i filiami za granicą według cen wewnętrznych korporacji, arbitralnie ustalonych, jako odbiegających od cen rynkowych. Stosuje się tu korzystne dla jednostek macierzystych fakturowanie po cenach zawyżonych towarów i usług dostarczanych do oddziałów i filii, a po cenach zaniżonych – kupowanych od nich towarów i usług. Manipulowanie cenami transferowymi pozwala tak kształtować sytuację finansową oddziałów i filii za granicą, aby zamiast zysków mogły one wykazać straty i nie płacić podatku dochodowego w kraju lokaty BIZ [Rutkowski, 2001, s. 9; Kotula, 2004, s. 28]. Znajduje to odzwierciedlenie w kształtowaniu się wskaźników rentowności spółek z udziałem kapitału zagranicznego. Wskaźniki te w przypadku wielu spółek wykazują poziom zbyt niski w stosunku do

możliwości rozwojowych, potencjału i aktywności wykazywanej przez te spółki [Szewc-Rogalska, 2004].

Przeciętne wskaźniki rentowności sektora publicznego w gospodarce narodowej są pochodną m.in. niekorzystnej sytuacji w niektórych spółkach Skarbu Państwa. Występują w nich często różne nieprawidłowości i nadużycia, które w rezultacie powodują obniżanie wyników finansowych i rentowności tych podmiotów i całego sektora publicznego. Główne stwierdzone słabości i nieprawidłowości dotyczą [Informacja..., (http)]:

- braku planowania strategicznego i krótkoterminowego koncepcji prywatyzacji;
- znaczącego pogorszenia wyników finansowych i większości wskaźników efektywności, utraty pozycji rynkowej i ważnych partnerów;
- podejmowania nowych przedsięwzięć i projektów bez należytego rozpoznania ich realności, bez zapewnienia źródeł finansowania, bez zabezpieczenia interesów w umowach;
- łamania wewnętrznych procedur na zamawianie usług zewnętrznych, zawierania umów zawierających ceny bardzo zawyżone, składania zleceń na towary i usługi nieprzydatne, akceptowania i płacenia faktur bez udokumentowania wykonanej pracy;
- darowizn i sponsoringu dokonywanych w warunkach pogarszającej się kondycji finansowej firmy;
- prowadzenia restrukturyzacji bez docelowego planu (kształtu) przedsiębiorstwa, które ma być wynikiem tych prac;
- przekazywania najbardziej rentownych dziedzin do spółek-córek, pozostających poza sferą oddziaływania Skarbu Państwa.

Możliwości wzmocnienia pozycji inwestorów mniejszościowych

Uwzględniając dorobek naukowy i doświadczenia ostatnich lat można wskazać kilka kierunków działań mających wzmocnić ochronę praw oraz interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Są to:

1. Reforma prawa i stworzenie efektywnego mechanizmu jego egzekucji [Popławski, 2003]. Szczególne znaczenie ma zdefiniowanie pojęcia powiązań, podmiotów powiązanych oraz podmiotów mających prywatny interes w transakcji.
2. Poprawa funkcjonowania mechanizmów nadzoru właścicielskiego.
3. Istnieje kilka mechanizmów nadzoru właścicielskiego, ograniczających swobodę realizacji przez menedżerów własnych celów i podej-

mowania działań różnych od interesu samego przedsiębiorstwa. Wymienia się wśród nich m.in. bezpośredni nadzór sprawowany przez aktywnych właścicieli, informacje płynące z rynku kapitałowego, tzw. wrogie przejęcia przedsiębiorstw, rynek pracy menedżerów, system wynagradzania menedżerów. Wyniki badań empirycznych wskazują, że dla rozwiązywania problemu nadzoru właścicielskiego w prywatyzowanych przedsiębiorstwach większe znaczenie ma możliwość zastąpienia mniej skutecznych menedżerów innymi niż bodźce, za pomocą których właściciele mogą motywować menedżerów do pożądanych zachowań [Wojtyna, 1999, s. 11]. Żaden z mechanizmów, działając pojedynczo, nie jest tak skuteczny jak ich interakcja. Wzajemne oddziaływanie konkurencyjnych rynków (produktów wytwarzanych przez przedsiębiorstwo, kapitałowego i pracy menedżerów) dyscyplinuje zarząd i narzuca konieczność podejmowania przez niego ekonomicznych działań [Klimczak, Borkowska, 1997, s. 31].

4. Poprawa przejrzystości (transparentności) informacyjnej spółek.
5. Z perspektywy ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych szczególne znaczenie ma dostępność przejrzystych informacji o m.in. działaniach dominujących akcjonariuszy i zarządu [Postrach, 2004, s. 229-239], o poziomie i składnikach wynagrodzeń menedżerów [Urbanek, 2004, s. 103-122], strukturach własności i kontroli, zwłaszcza w przypadku złożonych struktur korporacyjnych [Tamowicz, Dzierżanowski, 2002, s. 53-63].
6. Powstanie rynkowych mechanizmów poprawy standardów nadzoru korporacyjnego w postaci kodeksów dobrych praktyk oraz rankingów.
7. Rozwiązania w zakresie nadzoru korporacyjnego w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie są oceniane m.in. przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Ocena ta opiera się na około 60 zmiennych częściowych pogrupowanych w 9 grup tematycznych. Obejmują one następujące zagadnienia (wymienione w kolejności odpowiadającej przyznanym im wagom) [Aluchna i inni, 2005, s. 30]:
 - niezależność rady nadzorczej (liczba i umocowanie członków niezależnych, obecność członków wybranych w drodze głosowania grupami);
 - ogólne umocowanie rady nadzorczej (kompetencje i organizacja, liczebność i sposób wyboru, ujawnianie konfliktu interesów);
 - umocowanie funkcji audytu (sposób wyboru audytora, rotacja, regulacja kwestii konfliktu interesów z tytułu świadczenia innych usług);

- przejrzystość informacyjna (dostępność na stronie internetowej dokumentów wewnętrznych spółki, informacji o członkach organów spółki, strukturze akcjonariatu, informacji i materiałów na WZA);
 - regulacje odnośnie walnego zgromadzenia (w tym dotyczące: zwoływania i odwoływania WZA, stabilności zapisów, obecności członków organów spółki i audytora);
 - umocowanie zarządu (sposób reprezentacji, ujawnienie polityki wynagrodzeń, ujawnienie konfliktu interesów, regulacje odnośnie nabywania i zbywania akcji spółki);
 - otwarcie na kontrolę zewnętrzną (brak narzędzi ograniczających ryzyko wrogiego przejęcia);
 - uregulowanie transakcji akcjami własnymi;
 - deklaracje spółki odnośnie celów i intencji.
8. Opracowanie i wdrożenie skutecznych systemów motywowania organów spółki (zarządu i rady nadzorczej) do dbałości o interesy akcjonariuszy poprzez poprawę efektywności spółek, zwłaszcza w długim okresie. Skuteczny system motywowania dla rad nadzorczych powinien w istotny sposób zwiększyć zaangażowanie rad w sprawy spółki i wpłynąć na poprawę jej efektywności. Powinien uwzględniać następujące zasady [Rudolf i inni, 2002, s. 225]:
- powiązanie systemu premiowania z okresem kadencji, a nie z rokiem obrachunkowym;
 - powiązanie systemu premiowania z wartością rynkową spółki lub jej wartością bilansową;
 - umożliwienie nieodpłatnego nabywania akcji w kolejnych latach kadencji oraz prawo do umorzenia akcji z czystego zysku po upływie kadencji.

Zaproponowany model systemu wynagrodzeń dla członków zarządów spółek opiera się na trzech przesłankach. Wynagrodzenie to powinno motywować do realizacji trzech celów, tj. celów akcjonariuszy, spółki oraz przedsiębiorstwa spółki¹ (por. tabela 2).

¹ Ważne jest rozróżnienie przedsiębiorstwa spółki i samej spółki. Spółkę w rozumieniu przedsiębiorcy reprezentuje zarząd, którzy prowadzi sprawy przedsiębiorstwa, czyli zorganizowanej grupy składników majątkowych i wierzytelności je obciążających. Natomiast spółkę w rozumieniu związku wspólników reprezentuje zgromadzenie akcjonariuszy (wspólników). Wola założycieli spółki jest wyrażona w treści statutu, a jego postanowienia są wiążące dla wszystkich organów spółki. [Por. Rudolf i inni, 2002, s. 187].

Tabela 2. System motywowania dla członków zarządów spółek

Cele realizowane przez menedżerów	Sposób określania poziomu wynagrodzenia
1. Cele akcjonariuszy	1. Maksymalizacja wartości rynkowej pakietu posiadanych akcji. 2. Maksymalizacja wypłat dywidendy.
2. Cele spółki	Uzależnienie poziomu wynagrodzenia od: – udziału zysku netto w wyniku operacyjnym brutto, – rentowności operacyjnej aktywów, – tzw. mnożnika kapitału własnego.
3. Cele przedsiębiorstwa spółki	Wynagrodzenie to może wynikać z umowy o pracę i powinno składać się z części stałej oraz zmiennej, zależnej od produktywności przedsiębiorstwa spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 227.

9. Ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych podczas tzw. przymusowego wykupu akcji.
Powinny być stworzone mechanizmy gwarantujące akcjonariuszom, że otrzymają rynkową wartość swoich akcji i jednocześnie otrzymają zapłatę za sprzedane akcje w stosunkowo krótkim czasie. Zdaniem P. Wierzbickiego [Wierzbicki, 2005] jest również ważne, „by akcjonariusz mniejszościowy został zabezpieczony w procedurze przymusowego wykupu przed intencjonalnym działaniem organów spółki, zmierzającym do takiego ukształtowania stosunków majątkowych spółki, które zaniżałyby wartość spółki i w konsekwencji wartość rynkową akcji wykupywanych”.
10. Wzrost aktywności akcjonariuszy (m.in. poprzez organizacje zrzeszające akcjonariuszy indywidualnych).
Z punktu widzenia ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w Polsce ważne znaczenie ma powołanie w 1999 roku Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Jego głównym zadaniem jest integracja środowiska inwestorskiego w celu ochrony interesów oraz szeroko rozumiana edukacja [*Stowarzyszenie...*, (http)].
11. Możliwość zaskarżania przez nich uchwał walnego zgromadzenia, podjętych przez akcjonariuszy większościowych.
Interes spółki nie powinien być utożsamiany wyłącznie z interesem akcjonariuszy większościowych, dlatego też w pewnych sytuacjach zaskarżenie tych uchwał może być korzystne dla spółki. Jednakże z drugiej strony, mechanizm ten może być wykorzystany do tzw. szantażu korporacyjnego. Akcjonariusze mniejszościowi mogą żądać

w określonych sytuacjach korzyści finansowych w zamian za odstąpienie od wytoczenia powództwa albo też mogą powodować paraliż w funkcjonowaniu spółki [Okolski, Wajda, 2005].

12. Stworzenie wyspecjalizowanych pełnomocników, którzy reprezentowaliby na walnym zgromadzeniu interesy akcjonariuszy mniejszościowych. W niektórych krajach należących do Unii Europejskiej instytucje finansowe reprezentują podczas walnych zgromadzeń zarówno własne interesy, jak i interesy drobnych akcjonariuszy, którzy udzielili im pełnomocnictw. Przykładowo w Niemczech pojedynczy akcjonariusze oddają bankom akcje w zarząd powierniczy, a banki wykonują następnie na podstawie udzielonego pełnomocnictwa prawo głosu z powierzonych im akcji [Okolski, Wajda, 2005].

Uwagi końcowe

Podsumowując rozważania dotyczące kierunków ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych należy stwierdzić, że:

- zarówno w warunkach własności rozproszonej, jak i własności skoncentrowanej akcjonariusze mniejszościowi nie są w stanie w znaczący sposób wpływać na losy danej spółki;
- w obydwóch przypadkach interesy akcjonariuszy mniejszościowych mogą być naruszane, przy czym w pierwszym przypadku – przez silnego menedżera, zaś w drugim – przez dominującego akcjonariusza i powołanego przez niego menedżera;
- dostrzeżenie interesów akcjonariuszy mniejszościowych i ich ochrona stają się szczególnie ważne w sytuacji wzrostu udziału – pod względem liczbowym i kapitałowym – tej grupy inwestorów w obrotach giełdowych;
- poprawa ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych wymaga podjęcia wielokierunkowych działań, m.in. w zakresie reformy prawa, poprawy funkcjonowania mechanizmów nadzoru właścicielskiego, wzrostu przejrzystości informacyjnej spółek, wzrostu aktywności akcjonariuszy i stworzenia wyspecjalizowanych pełnomocników.

LITERATURA

Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2005.

- Borkowska B., Klimczak B., *Podstawy teoretyczne badania funkcjonowania przedsiębiorstw na rynku*, [w:] Klimczak B., Borkowska B. (red.), *Mikroekonomiczne studium przedsiębiorstw w procesie prywatyzacji*, AE we Wrocławiu, Wrocław 1997.
- Informacja o sytuacji w wybranych spółkach Skarbu Państwa i w przedsiębiorstwach państwowych*, <http://www.msp.gov.pl>, stan na dzień 05.06.2002.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Tunneling*, „American Economic Review Paper and Proceedings”, May 2000.
- Kotula M., *Ceny transferowe w podatkowej grupie kapitałowej*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2004, nr 6.
- Okolski J., Wajda D., *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 6, [za:] <http://www.pfcg.org.pl>, stan na dzień 15.05.2006.
- Popławski W., *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie” 2003, nr 1.
- Postrach K., *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, [w:] Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Rutkowski J., *Polska rajem podatkowym dla inwestorów zagranicznych*, „Nowe Życie Gospodarcze” 2001, nr 6.
- Shleifer A., Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 2.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych*, <http://www.sii.org.pl>, stan na dzień 15.05.2006.
- Szewc-Rogalska A., *Efektywność restrukturyzacji własnościowej przedsiębiorstw w Polsce. Ujęcie sektorowe*, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2004.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Transparentność struktury własności jako narzędzie ochrony praw akcjonariuszy. Funkcjonowanie i implementacja dyrektywy o dużych udziałach (88/627/EEC) na polskim rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 2.
- Urbanek P., *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, [w:] Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Wierzbiński P., *Sposoby sądowej ochrony mniejszościowych akcjonariuszy w procedurze przymusowego wykupu akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 9, [za:] <http://www.pfcg.org.pl>, stan na dzień 15.05.2006.
- Wojtyna A., *Rola prywatyzacji w procesie transformacji – nowe kierunki badań*, „Gospodarka Narodowa” 1999, nr 4.
- Zarząd Suwar skazany*, „Parkiet” 2006, nr 101 (z 3.05.2006).
- Zingales L., *The Value of the Voting Right. A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, „The Review of Financial Studies” 1994, No. 1.

Streszczenie

Celem pracy jest próba wskazania kierunków ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych. Podjęto rozważania dotyczące istoty problemu nierówności wśród akcjonariuszy oraz możliwości wzmocnienia pozycji akcjonariuszy mniejszościowych.

Activities Canceling Inequality among Shareholders**Summary**

The paper considers problems of inequality of positions of shareholders and defines the basics of foregoing situation. Moreover, the work defines several fields of activity allowing increase of the position of small shareholders at companies.