

Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych

Uwagi wstępne

W ostatnich latach zagadnienie pozycji akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach wzbudza coraz większe zainteresowanie wśród naukowców, praktyków, jak i decydentów. Problematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w obliczu kryzysu zaufania, z jakim mieliśmy do czynienia na światowych rynkach kapitałowych po upadku Enronu i innych skandalach finansowych. Zainteresowanie kwestią akcjonariuszy mniejszościowych wynika również z powiększania się tej kategorii akcjonariuszy ze względu na rozwój funduszy emerytalnych. Liczbowo największą grupę akcjonariuszy mniejszościowych stanowią inwestorzy indywidualni, którzy inwestują swoje środki w akcje spółek giełdowych nie tylko bezpośrednio na giełdzie, ale również pośrednio, poprzez jednostki udziałowe funduszy inwestycyjnych.

Akcjonariusze, inwestujący swój kapitał w akcje spółek giełdowych, są zainteresowani uzyskaniem dochodów w postaci dywidendy oraz dochodów 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 osiągniętych 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.

Interesy tych akcjonariuszy mniejszościowych, oczekujących satysfakcjonującego dochodu z inwestycji w akcje spółek giełdowych, nie zawsze są należycie zabezpieczone. W praktyce spółek akcyjnych na światowych rynkach finansowych, jak również na polskim rynku kapitałowym są obserwowane przypadki naruszania praw akcjonariuszy mniejszościowych. Często są doniesienia prasowe informujące m.in. o działaniach na szkodę spółek i akcjonariuszy, o przypadkach defraudacji majątku akcjonariuszy, jak również o sporach między inwestorami mniejszościowymi a zarządem spółek i akcjonariuszem dominującym.

* Autorka jest pracownikiem Wydziału Ekonomii Uniwersytetu Rzeszowskiego. Artykuł wpłynął do redakcji w lipcu 2006 r.

Jak wynika z teorii ekonomicznych (zwłaszcza teorii agencji) oraz obserwowanych tendencji światowych i problemów krajowych, konflikty mogą występować między silnymi menedżerami a akcjonariuszami rozdrobnionymi (mniejszościowymi) bądź między dominującym akcjonariuszem i lojalnymi mu menedżerami a akcjonariuszami mniejszościowymi. Wobec tego konieczne jest wyjaśnienie źródła tych problemów, rozpoznanie ich przejawów oraz wskazanie możliwości ich ograniczenia. Stąd też celem niniejszej pracy jest próba przedstawienia nierówności rozpatrywanych z perspektywy interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Dla potrzeb realizacji przyjętego celu pracy podjęto rozważania dotyczące oczekiwań i postaw akcjonariuszy, pozycji akcjonariuszy mniejszościowych, naruszania praw tych akcjonariuszy oraz kierunków wzmocnienia ich pozycji.

Oczekiwania i postawy akcjonariuszy

Akcyonariusze spółek giełdowych nie stanowią jednolitej grupy. Są zróżnicowani pod względem oczekiwań, postaw, aktywności, zainteresowania oddziaływaniem na decyzje podejmowane w spółce, udziału we własności kapitału spółki.

Inwestorzy portfelowi są zainteresowani uzyskaniem dochodów w dwóch formach, tj. dywidendy oraz dochodu z obrotu akcjami na rynku wtórnym. Starają się przede wszystkim zmaksymalizować dochód z portfela akcji m.in. poprzez odpowiednie kształtowanie jego struktury. Nie są zainteresowani oddziaływaniem na decyzje w spółce. Natomiast celem inwestorów bezpośrednich jest pozyskanie kontrolnego pakietu akcji oraz dochód. Starają się za pomocą kontrolnego pakietu akcji oddziaływać na decyzje w spółce [Rudolf i in., 2002].

Możliwości tego oddziaływania zależą od relacji między poziomem spójności pakietu kontrolnego a poziomem rozproszenia akcji. Poziom spójności pakietu kontrolnego jest wyznaczany przez liczbę akcjonariuszy, których akcje łącznie tworzą pakiet kontrolny. Natomiast poziom rozproszenia akcji jest uzależniony od liczby akcjonariuszy portfelowych. Możliwość oddziaływania akcjonariuszy na decyzje podejmowane w spółce zwiększa się w sytuacji, gdy rośnie stopień rozproszenia akcji i jednocześnie maleje liczba akcjonariuszy, których akcje łącznie tworzą pakiet kontrolny [Rudolf i in., 2002].

Z powyższego wynika, że inwestorzy bezpośredni są zainteresowani kontrolowaniem struktury podmiotowej kapitału spółki w celu zachowania swojego pakietu kontrolnego. Strukturę podmiotową kapitału kształtują m.in. decyzje dotyczące: charakteru emisji akcji (publiczna czy prywatna), wyłączenia prawa poboru, uprzywilejowania akcji co do głosu, połączenia spółek [Rudolf i in., 2002].

Mały udział akcjonariuszy mniejszościowych w kapitale spółki publicznej nie pozwala im na wywieranie znaczącego wpływu na sprawy spółki lub na sprawowanie samodzielnej kontroli nad spółką [Popławski, 2003]. W badaniach struktur własności i kontroli spółek publicznych na świecie [Barca i Brecht,

2001], [Claessens et al., 2000], [La Porta et al., 1998] wskazywane są różne poziomy zaangażowania własnościowego akcjonariuszy w danej spółce, przesądzające o zakwalifikowaniu akcjonariusza do poszczególnych kategorii (tj. akcjonariusz mniejszościowy, większościowy, dominujący czy kontrolujący spółkę). Przeważnie tzw. progi kontroli, poniżej których akcjonariusz nie jest w stanie w znaczący sposób wpływać na losy danej spółki, ustanawiano na poziomie 5, 10 i 20% [Popławski, 2003].

Największą gotowość do oddziaływania na decyzje w spółce posiada tzw. akcjonariusz-decydent, który jest aktywnym akcjonariuszem większościowym. Sprawuje on realną kontrolę w spółce, jest bezpośrednio zaangażowany w organach spółki. Natomiast akcjonariusza większościowego wykazującego bierną postawę można określić mianem obserwatora. Monitoruje on realizację celów, ale nie jest zaangażowany w zarządzanie spółką. Akcjonariusz ten oczekuje określonych korzyści z tytułu posiadanych akcji spółki. Mogą to być korzyści w formie dywidendy bądź może być skłonny do rezygnacji z dywidendy i pozostawienie kapitału w spółce w zamian za satysfakcjonujący wzrost jej wartości. Akcjonariusz mniejszościowy zarówno aktywny (tzw. myśliwy), jak i bierny (tzw. zbieracz) nie ma bezpośredniego wpływu na proces decyzyjny w spółce. Aktywni akcjonariusze mniejszościowi zazwyczaj nie traktują inwestycji długoterminowo, raczej ciągle poszukują spółek o dużym potencjale wzrostu i sprzedają ich akcje w momencie osiągnięcia spodziewanej stopy zwrotu z inwestycji [Machaczka i Misiołek, 2004].

Pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach

Wyjaśnienie pozycji akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach jest możliwe na gruncie teorii agencji¹. Kluczowe miejsce w teorii agencji zajmuje kwestia związku agencyjnego. Związek ten pojawia się w sytuacji, gdy jedna strona jest uzależniona od działań drugiej [Miroński, 2005]. Stronami tymi są mocodawca (pryncypał) i pełnomocnik (agent). Mocodawca angażuje tzw. pełnomocnika do wykonywania usług w jego imieniu i deleguje część uprawnień do podejmowania decyzji. Tego typu relacje występują na linii: akcjonariusze (mocodawcy) – menedżer lub menedżerowie (pełnomocnicy). Jednocześnie związki agencyjne występują wśród akcjonariuszy, a mianowicie akcjonariusze mniejszościowi (mocodawcy) delegują część swoich uprawnień na rzecz akcjonariuszy większościowych (pełnomocnicy).

W związku agencyjnym bogactwo mocodawcy (mocodawców) zależy od decyzji i działań pełnomocnika (pełnomocników). Wobec tego pojawia się zagrożenie, że interesy mocodawcy mogą nie zostać w maksymalnym stopniu zaspokojone z powodu różnicy celów mocodawcy i pełnomocnika oraz na skutek występującej między nimi asymetrii informacji. Pełnomocnik – bezpośrednio

¹ Teoria agencji jest wykorzystywana do analizy relacji agencyjnych w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, banku centralnego, opieki zdrowotnej. Problematyka ta została szeroko omówiona m.in. w takich pracach, jak: [Miroński, 2005], [Wojtyna, 2004], [Kowalska, 2003].

zaangażowany w działanie – posiada informacje niedostępne dla mocodawcy, który nie może w sposób doskonały i darmowy monitorować działań i informacji pełnomocnika.

Jedną z podstawowych cech spółek akcyjnych jest zasada rządów większości, zgodnie z którą uchwały walnych zgromadzeń zapadają większością głosów. Z jednej strony zapewnia ona sprawniejsze podejmowanie uchwał niż w sytuacji, gdyby wymagane było podejmowanie ich w sposób jednomyślny. Z drugiej strony powoduje to, że decydujący głos mają akcjonariusze większościowi i mogą oni narzucać swoją wolę akcjonariuszom mniejszościowym [Okolski i Wajda, 2005].

Pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach jest uzależniona od charakteru relacji agencyjnych. Te z kolei są pochodną struktury własności, która może mieć charakter własności rozproszonej albo własności skoncentrowanej. W przypadku własności rozproszonej ważne są relacje między silnym menedżerem a słabymi (rozproszonymi) akcjonariuszami. Natomiast w przypadku własności skoncentrowanej relacje agencyjne występują głównie między dominującym akcjonariuszem i akcjonariuszem mniejszościowym [Popławski, 2003].

W warunkach rozproszonej własności akcjonariusze posiadający niewielkie pakiety akcji nie są w stanie kontrolować decyzji menedżerów wykorzystując prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Ich udział we własności jest bowiem relatywnie niski w porównaniu z nakładami, jakie musieliby ponieść angażując się w monitoring. Dodatkowo wychodząc z założenia, że ktoś inny podejmie działania kontrolne przyczyniają się oni do rozpowszechnienia efektu „jazdy na gapę”, co oznacza bierność akcjonariuszy. Dzięki temu menedżerowie mogą realizować w pierwszej kolejności własne interesy kosztem interesów akcjonariuszy. Opisany charakter konfliktu agencyjnego jest typowy dla krajów, takich jak: Wielka Brytania i Stany Zjednoczone, w których występuje tzw. otwarty model (*outsider system*) nadzoru korporacyjnego [Popławski, 2003].

Inny charakter przyjmuje konflikt agencyjny w warunkach skoncentrowanej własności. Powszechnym problemem agencyjnym jest wówczas relacja pojawiająca 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 [Grossman i Hart, 1998], [Zingales, 1994]. W konsekwencji tej nierównowagi pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółce jest zagrożona. Powyższy charakter konfliktu agencyjnego jest typowy dla krajów zaliczanych do zamkniętego modelu (*insider system*) nadzoru korporacyjnego. W krajach tych (np. Niemcy, Francja) własność jest skoncentrowana w rękach dominujących pojedynczych akcjonariuszy lub grup inwestorów. Również na polskim rynku kapitałowym występują skoncentrowane struktury własności i kontroli, co oznacza występowanie zamkniętego modelu nadzoru korporacyjnego [Aluchna i in., 2005].

Zamknięty, „insiderski” system nadzoru korporacyjnego charakteryzują się „kontrolą bez własności”, co oznacza więcej kontroli niż własności [Tamowicz

i Dzierżanowski, 2001]. Można to wyjaśnić następująco. W walnym zgromadzeniu akcjonariuszy uczestniczą jedynie ujawnieni akcjonariusze, posiadający powyżej 5% głosów na WZA. Natomiast pozostali są znacznie rozproszeni i nie są zainteresowani aktywnym wykonywaniem prawa głosu. Przykładowo, jeżeli w spółce występuje tylko jeden akcjonariusz, który ujawnił posiadanie pakietu powyżej 5% głosów na WZA, to oznacza to, że posiada on pełną realną kontrolę nad spółką (niezależnie od wielkości pakietu, tj. niezależnie od tego czy posiada np. 10% głosów czy 75%).

W warunkach skoncentrowanej własności 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].

Mechanizm akcji uprzywilejowanych powoduje, że występują rozbieżności pomiędzy intensywnością powiązań kapitałowych akcjonariuszy ze spółką i liczbą głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Powiązania kapitałowe mogą mieć różną intensywność w zależności od udziału akcjonariuszy w kapitale akcyjnym spółki. Od intensywności tych powiązań zależą określone uprawnienia właścicielskie, związane z udziałem w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy oraz związane z udziałem w pracach rady nadzorczej [Trocki, 2004].

Przejawy naruszenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych

Naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych określa się mianem tunelowania [Johnson et al., 2000]. Pojęcie to jest również utożsamiane z eksploatacją prywatnych korzyści przez akcjonariuszy kontrolujących spółkę publiczną [Ehrhardt i Nowak, 2001]. Tunelowanie jest także definiowane jako transfer aktywów i zysków z firmy dla korzyści kontrolującego akcjonariusza [Zalega, 2002].

Naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych i czerpanie prywatnych korzyści przez dominujących akcjonariuszy i silnych menedżerów może przyjmować różne formy [Johnson et al., 2000], [Ehrhardt i Nowak, 2001], [Shleifer i Vishny, 1997]:

- 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 straty²;
- przeprowadzanie transakcji finansowych przy wykorzystywaniu informacji poufnych;

² Problem niewłaściwego kształtowania poziomu i stopy zmian wynagrodzeń jest omówiony m.in. w pracach: [Szewc, 2001], [Szewc-Rogalska, 2004].

- zwiększanie swojego udziału w spółce poprzez emisje uprzywilejowane rozdawniające udziały pozostałym 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).

Interesy akcjonariuszy spółek giełdowych są szczególnie zagrożone w sytuacji, gdy w spółkach stosowana jest agresywna, względnie źle pojęta kreatywna rachunkowość [Kamela-Sowińska, 2003]. Rachunkowość agresywna polega na sztucznym zawyżaniu zysków i innych dokonań przedsiębiorstwa, co służy sztucznej poprawie pozycji finansowej i wyceny wartości przedsiębiorstwa. Zyski księgowo są znacznie wyższe od realnych wyników finansowych przedsiębiorstwa, ale jednocześnie stają się całkiem prawdziwym źródłem wypłat dla menedżerów. Istotą rachunkowości agresywnej jest zamierzona defraudacja majątku akcjonariuszy (właścicieli), a jej celem jest wyłudzenie przez menedżerów korzyści własnych. Migracja wartości znajduje odzwierciedlenie w spadku wartości spółek akcyjnych zarówno księgowej, jak i rynkowej [Mączyńska, 2003].

Rozważając problematykę naruszania interesów akcjonariuszy mniejszościowych warto zacytować następujące słowa [Hausa, 2004, s. 195 i 201]: „Uzyskanie efektu nie oznacza jeszcze osiągnięcia bogactwa”. „Wzrost efektywności nie jest (...) źródłem bogacenia się wszystkich (...)”. Słowa te można bezpośrednio odnieść do kwestii poruszanej w niniejszej pracy. Oznacza to, że wzrost efektywności spółek giełdowych i wzrost rozmiarów zysku wypracowanego w spółkach nie zawsze przekłada się na wzrost bogactwa wszystkich akcjonariuszy. Mogą bowiem występować (najczęściej w formie niejawnej) wyraźne dysproporcje w zakresie zabezpieczenia interesów dominujących akcjonariuszy i silnych menedżerów kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.

Niedostateczny poziom ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych powoduje transfery wartości ze spółek realizowane przez akcjonariuszy posiadających kontrolę, co w konsekwencji powoduje obniżenie wskaźników efektywności i wartości rynkowej takich spółek. Zjawisko naruszania praw akcjonariuszy przez menedżerów bądź koalicję dominujących akcjonariuszy i menedżerów było przedmiotem licznych badań empirycznych. Wyniki wybranych badań zostaną przytoczone w niniejszej pracy.

[Morck et al., 1988] zauważyli pozytywne zależności między udziałami posiadanymi przez menedżera a wartością firmy³, jeśli udziały te mieszczą się w przedziałach 0 do 5% oraz powyżej 25%. Natomiast udział w strukturze własności w wysokości od 5% do 25% udziałów negatywnie wpływa na jej wartość. Pozytywne efekty w przedziale 0-5% są wynikiem zbieżności interesów

³ Wartość firmy jest mierzona za pomocą wskaźnika Q Tobina. Jest to relacja wartości rynkowej spółki do jej wartości odtworzeniowej.

menedżera i właściciela. Z kolei, gdy udział menedżera we własności mieści się w przedziale 5-25% pojawiają się problemy związane z dążeniem menedżerów do realizacji własnych interesów i wartość firmy spada. Powyżej 25% koszty oportunistycznego zachowania menedżerów są kompensowane przez coraz większe efekty zbieżności interesów, co powoduje ponowny wzrost wartości firmy. Pojawiają się pozytywne efekty obecności dominującego udziałowca.

[Shleifer i Vishny, 1989] twierdzą, że istnieje dodatnia zależność między udziałem insiderów w kapitale przedsiębiorstwa a jego wynikami. Z kolei dobre wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwo powodują wzrost popularności programów opcji na akcje, co prowadzi do wzrostu udziału insiderów w kapitale przedsiębiorstwa. Jednakże w miarę wzrostu udziału insiderów w kapitale przedsiębiorstwa, menedżerowie „wrastają” i wyniki mogą ulec pogorszeniu ze względu na zmniejszenie otwartości na ryzyko. Może to prowadzić do obniżenia wartości przedsiębiorstwa.

Badania [McConnell i Servaes, 1990] wykazały istnienie zależności w kształcie odwróconej litery U między udziałem menedżerów we własności a wartością firmy mierzoną wskaźnikiem Q Tobina. Odnotowano pozytywny związek w przedziale od 0 do 37,6%, a po przekroczeniu tego poziomu relacja stała się negatywna.

Według [Chen et al., 1993] wartość wskaźnika Q Tobina rośnie, gdy udziały menedżera mieszczą się w przedziale od 0 do 5-7%, następnie spada przy poziomie udziałów menedżera w granicach 10-12%. Powyżej 12% udziału menedżera we własności wartość Q ponownie wzrasta. Badania na próbie firm australijskich [Craswell et al., 1997] wykazały, że zależność pozytywna występuje do poziomu 26%. Brak zależności liniowej między udziałami menedżera a wartością firmy potwierdzają też inne badania [Himmelberg et al., 1999].

[Thomsen i Pedersen, 2000] w swoich badaniach przyjęli założenie, że zależność pomiędzy koncentracją własności a kondycją przedsiębiorstw nie ma charakteru liniowego. Oznacza to, że koncentracja własności powyżej pewnego poziomu prowadzi do bierności i wywiera negatywny wpływ na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw. Ponadto przyjęto, że rodzaj największego właściciela wywiera duży wpływ na kondycję przedsiębiorstw. Z przeprowadzonych badań 435 największych przedsiębiorstw europejskich wynika, że pozycja ekonomiczna firmy jest funkcją (najpierw rosnącą, a potem malejącą) udziałów największego właściciela. Związek taki obserwowano w przypadku takich wskaźników, jak: ROA (zwrot z aktywów) oraz M/B (współczynnik wartości rynkowej do wartości księgowej). Szczególnie silna zależność między wielkością udziałów a współczynnikiem M/B wystąpiła w przypadku inwestorów instytucjonalnych.

Z cytowanych badań empirycznych wynika, że po przekroczeniu pewnego udziału we własności przez dominującego akcjonariusza pojawiają się problemy związane z dążeniem tego akcjonariusza do realizacji własnych interesów. Przy czym w różnych przedsiębiorstwach, typach gospodarek – jak pokazują wyniki badań – ta wielkość graniczna jest różna.

Na polskim rynku giełdowym występuje wiele przypadków konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami dominującymi i mniejszościowymi. Naruszanie

interesów akcjonariuszy mniejszościowych występuje na wszystkich obszarach działalności spółek publicznych (na poziomie działalności operacyjnej, inwestycyjnej oraz finansowej) [Postrach, 2000].

Poziom ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w zbiorowości 143 spółek publicznych w latach 1997-2004 był pośrednio przedmiotem badań przeprowadzonych w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową [Aluchna i in., 2005]. Uzyskane wyniki nie potwierdziły jednoznacznie tezy, że obecność dominującego akcjonariusza w spółce, jak również wzrost wielkości pierwszego pakietu akcji, oddziałuje negatywnie na wycenę spółki czy też jej efektywność. W sposób pośredni nie potwierdziły tezy o niedostatecznym zabezpieczeniu interesów akcjonariuszy mniejszościowych w relacji do dominujących akcjonariuszy. Wskazywałyby na to m.in. negatywna relacja pomiędzy wielkością udziału i typem pierwszego akcjonariusza a wyceną spółek i innymi parametrami ekonomicznymi.

Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy

Uwzględniając dorobek naukowy i doświadczenia ostatnich lat [Popławski, 2003] wskazuje kierunki działań mające wzmocnić ochronę praw oraz interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Są to:

- reforma prawa i stworzenie efektywnego mechanizmu jego egzekucji;
- poprawa przejrzystości informacyjnej spółek;
- powstanie rynkowych mechanizmów poprawy standardów nadzoru korporacyjnego w postaci kodeksów dobrych praktyk oraz rankingów;
- wzrost aktywności akcjonariuszy (m.in. poprzez organizacje zrzeszające akcjonariuszy indywidualnych).

Wzmocnienie pozycji akcjonariuszy mniejszościowych jest możliwe jedynie w warunkach przejrzystości (transparentności) informacyjnej spółek giełdowych. Jest ona rozumiana jako swobodny dostęp do aktualnej i wiarygodnej informacji. Atrybutami transparentności informacyjnej są: dostępność informacji, jej kompletność, istotność, jakość, wiarygodność [Tamowicz i Dzierżanowski, 2001]. Z perspektywy ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych szczególnie znaczenie ma dostępność przejrzystych informacji o m.in. działaniach dominujących akcjonariuszy i zarządu [Postrach, 2004], o poziomie i składnikach wynagrodzeń menedżerów [Urbanek, 2004], strukturach własności i kontroli, zwłaszcza w przypadku złożonych struktur korporacyjnych [Tamowicz i Dzierżanowski, 2002].

Istnieje kilka mechanizmów ograniczających swobodę realizacji przez menedżerów własnych celów i podejmowania działań różnych od interesu samego przedsiębiorstwa i akcjonariuszy. Wymienia się wśród nich m.in.: bezpośredni nadzór sprawowany przez aktywnych właścicieli, informacje płynące z rynku kapitałowego, tzw. wrogie przejęcia przedsiębiorstw⁴, rynek pracy menedże-

⁴ Problem, na ile wykupy spółek akcyjnych wpływają dyscyplinująco na ich zarządy jest analizowany w pracy: [Prokop, 2003].

rów, system wynagradzania menedżerów. Konieczne jest również opracowanie i zastosowanie w praktyce skutecznych systemów motywowania organów spółki (zarządu i rady nadzorczej) do dbałości o interesy akcjonariuszy poprzez poprawę efektywności spółek, zwłaszcza w długim okresie [Rudolf i in., 2002], [Marcinkowska, 2002], [Zalega, 2004], [Urbanek i Działo, 1998].

Narzędziem obrony praw akcjonariuszy mniejszościowych jest 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 i Wajda, 2005].

Istnieje potrzeba ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych podczas tzw. przymusowego wykupu akcji. Istota przymusowego wykupu akcji polega na zobowiązaniu drobnych akcjonariuszy do odsprzedaży ich akcji akcjonariuszom większościowym. Powinny być stworzone mechanizmy gwarantujące akcjonariuszom, że otrzymają rynkową wartość swoich akcji i jednocześnie otrzymają zapłatę za sprzedane akcje w stosunkowo krótkim czasie. Zdaniem [Wierzbieckiego, 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”.

Proponowane jest 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 i Wajda, 2005].

Uwagi końcowe

Podsumowując rozważania dotyczące nierówności rozpatrywanych z perspektywy interesów akcjonariuszy spółek giełdowych należy stwierdzić, że:

1. 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.

2. Defraudacja majątku akcjonariuszy (właścicieli) i realizacja prywatnych korzyści przez dominujących akcjonariuszy i menedżerów może przyjmować różne formy.
3. Problematyka nierówności rozpatrywanych z perspektywy interesów akcjonariuszy jest bardzo złożona, trudna do badań empirycznych.
4. 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.
5. Niemożliwe jest całkowite wyeliminowanie tych nierówności, zatem ważne jest tworzenie mechanizmów i podejmowanie wielokierunkowych działań sprzyjających poprawie zabezpieczenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych.
6. Konieczna jest obserwacja doświadczeń innych krajów w zakresie zabezpieczenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych oraz wypracowanie i wdrożenie własnych rozwiązań, dostosowanych do specyfiki gospodarki polskiej.

Bibliografia

- Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., [2005], *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Barca F., Brecht M. (ed.), [2001], *The Control of Corporate Europe*, Oxford University, Press 2001.
- Chen H., Hexter J.L., Hu M.Y., [1993], *Management Ownership and Corporate Value*, „Managerial and Decision Economics” No. 14.
- Claessens S., Djankov S., Lang L., [2000], *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, „Journal of Financial Economics” No. 58.
- Craswell A.T., Taylor S.L., Saywell R. A., [1997], *Ownership Structure and Corporate Performance. Australian Evidence*, „Pacific-Basin Finance Journal” No. 5.
- Ehrhardt O., Nowak E., [2001], *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOS of German Family-owned Firms*, CFS Working Paper, No. 10.
- Grossman S.J., Hart O.D., [1998], *One Share/One Vote and Market for Corporate Control*, „Journal of Financial Economics” No. 20.
- Haus B., [2004], *Czy racjonalne działania zapewniają efektywność?*, [w:] *Efektywność źródłem bogactwa narodów*, AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Himmelberg Ch.P., Hubbard R.G., Palia D., [1999], *Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance*, „Journal of Financial Economics” No. 53.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., [2000], *Tunneling*, „American Economic Review Paper and Proceedings”, May.
- Kamela-Sowińska A., [2003], *Skąd się wzięła sprawa Enronu?*, „Rachunkowość” nr 4.
- Kowalska K., [2003], *Opieka zdrowotna w świetle teorii agencji*, „Gospodarka Narodowa” nr 4.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., [1998], *Corporate Ownership Around the World*, NBER Working Paper no 6625, June.
- Machaczka J., Misiólek K., [2004], *Federalizm a nadzór korporacyjny*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, S. Rudolf (red.), Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Marcinkowska M., [2002], *Wynagrodzenia członków korporacji amerykańskich*, „Przegląd Organizacji” nr 1.

- Mączyńska E., [2003], *Kondycja przedsiębiorstw*, „Nowe Życie Gospodarcze” nr 3.
- McConnell J., Servaes H., [1990], *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, „Journal of Financial Economics” No. 27.
- Mirowski J., [2005], *Relacja agencji w teorii przedsiębiorstwa*, „Gospodarka Narodowa” nr 4.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R., [1988], *Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” No. 20.
- Okolski J., Wajda D., [2005], *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” nr 6.
- Popławski W., [2003], *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 1.
- Postrach K., [2000], *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, S. Rudolf (red.), Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Postrach K., [2004], *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, S. Rudolf (red.), Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Prokop J., [2003], *Dyscyplinująca rola wykupów spółek akcyjnych*, „Gospodarka Narodowa” nr 4.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., [2002], *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Shleifer A., Vishny R., [1989], *Management Entrenchment*, „Journal of Financial Economics” No. 25.
- Shleifer A., Vishny R., [1997], *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” No. 2.
- Szewc A. [2001], *Forma własności a stopień opłacenia wzrostu wydajności pracy*, „Gospodarka Narodowa” nr 11-12.
- Szewc-Rogalska A., [2004], *Efektywność restrukturyzacji własnościowej przedsiębiorstw w Polsce. Ujęcie sektorowe*, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., [2001], *Własność i kontrola polskich korporacji*, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., [2002], *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” nr 2.
- Thomsen S., Pedersen T., [2000], *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, „Strategic Management Journal” No. 6.
- Trocki M., [2004], *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa.
- Urbanek P., [2004], *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, S. Rudolf (red.), Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Urbanek P., Działo J., [1998], *Teoria agencji a systemy motywowania zarządów spółek*, „Gospodarka Narodowa” nr 1.
- Wierzbicki P., [2005], *Sposoby sądowej ochrony mniejszościowych akcjonariuszy w procedurze przymusowego wykupu akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” nr 9.
- Wojtyna A., [2004], *Bank centralny w świetle teorii agencji*, „Gospodarka Narodowa” nr 9.
- Zalega K., [2002], *Tunelowanie, czyli transfer aktywów i zysków z korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” nr 3.
- Zalega K., [2004], *Wynagrodzenie oparte na własności jako element ładu korporacyjnego – w poszukiwaniu optimum*, „Przegląd Organizacji” nr 2.
- Zingales L., [1994], *The Value of the Voting Right. A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, „The Review of Financial Studies” No. 7.

OWNERSHIP INEQUALITIES: PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDER INTERESTS

S u m m a r y

The article deals with the unequal treatment of company shareholders. The analysis is conducted from the perspective of minority shareholders and their interests. The author uses a research method that presents the position of minority shareholders in companies on the basis of the agency theory. Szewc-Rogalska shows the influence of dominant shareholders and top managers on the market value of companies (in light of both Polish and foreign empirical studies), along with a review of ways to limit inequality among shareholders. The analysis reveals that the position of minority shareholders can be threatened by agency conflicts that occur in companies. In companies with concentrated ownership, these conflicts are different than in companies with scattered ownership. After a dominant shareholder exceeds a certain level of ownership, the company is likely to face problems resulting from the shareholder's desire to pursue their own interests at the expense of other shareholders. Inequalities among shareholders cannot be eradicated completely, and there is no single fully efficient mechanism to protect minority shareholder rights. A diverse range of activities is needed, including improved information transparency of companies and better corporate supervision, in addition to increased activity of minority shareholders and the creation of legal mechanisms to protect their interests.