

Corporate governance jako instrument ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych w Polsce

Wstęp

Jednym z wyzwań, jakie podjęto po okresie transformacji systemowej, była między innymi budowa od postaw systemów i mechanizmów regulujących relacje pomiędzy interesariuszami skupiającymi się w obrębie spółek. Wpływała na to powszechna prywatyzacja, jak również restrukturyzacja przedsiębiorstw. Wraz z rozwojem gospodarki rynkowej rozwijało się zjawisko corporate governance w postaci zbioru wytycznych i zaleceń uwzględniające coraz to szerszą grupę interesariuszy, których prawa miały być chronione.

Wzrost zainteresowania rynkiem kapitałowym, powiększająca się grupa drobnych inwestorów, działanie funduszy emerytalnych, inwestycyjnych, jak również wzrost ich świadomości uwidocznili niedostatecznych poziom ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. W konsekwencji podjęto działania mające na celu określenie katalogu przysługujących im praw, obserwowano praktyki związane z ich przestrzeganiem oraz analizowano potencjał tej grupy inwestorów, jaki powoli zaczął się uwidocznić.

Zaczęto zwracać uwagę na nierówną pozycję akcjonariuszy mniejszościowych wobec innych grup interesariuszy zarówno w świetle regulacji prawnej, jak i stosowanych praktyk. W oparciu o te przypadki formułowane są kolejne rekomendacje, które podniosłyby efektywność działania corporate governance w Polsce¹.

Celem niniejszej pracy jest analiza roli zasad corporate governance w ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych, określenie bieżącego stanu, jak również zaproponowanie katalogu postulatów, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na pozycję drobnych inwestorów. W pracy zastosowano metodę badawczą hipotetyczno-dedukcyjną. Posłużono się

* Mgr, Katedra Nauk o Przedsiębiorstwie, Wydział Ekonomii Zarządzania, Uniwersytet w Białymstoku, ul. Warszawska 63, 15-062 Białystok, a.wierzbicka@uwb.edu.pl

¹ „Nadzór korporacyjny jest efektywny, jeśli jego zewnętrzne i wewnętrzne mechanizmy, normy i organy przyczyniają się do maksymalizacji stopnia realizacji podstawowych celów spółki, czyli tworzenia wartości dla wszystkich interesariuszy, w tym rzetelnie określonej wartości dla akcjonariuszy.” [Dobija, Kołodkiewicz, 2011, s. 39].

obserwacją oraz badaniami literaturowymi związanymi ze zjawiskiem corporate governance, a także pozycją akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach oraz oczekiwaniami tej grupy.

1. Istota corporate governance

Podwaliny do interpretacji terminu „corporate governance” położył A. Cadbury definiując je jako system, za pomocą którego korporacje są kierowane i kontrolowane” [Cadbury, 1990]. Równie szerokie spojrzenie na znaczenie przedmiotowego pojęcia mieli R.A.G. Monks oraz N. Minow podkreślając, iż „jest to maksymalizacja tworzenia bogactwa w sposób nieobarczający innych lub całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami” [Monks, Minow, 1996, s. 162]. A. Davis uznał corporate governance za proces godzenia indywidualnych ambicji w celu osiągnięcia wspólnego dobra wiążącego przez wspólne interesy zaangażowane jednostki [Davis, 1999, s. 7]. J. Weiner i J.C. Pape słusznie zauważyli, iż corporate governance jest uwarunkowane specyfiką krajową, obowiązującą na jego terenie konstrukcją prawną, instytucjonalnymi i kulturowymi czynnikami określającymi wzorce oddziaływania, według których udziałowcy (menedżerowie, pracownicy, akcjonariusze, kredytodawcy, dostawcy i rząd) wpływają na kierownicze procesy podejmowania decyzji [Weiner, Pape, 1999, s. 152].

Jedna z najpopularniejszych definicji została wypracowana przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, według której corporate governance „wiąże się z istnieniem sieci relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, współnikami/akcjonariuszami i innymi interesariuszami.” [OECD, 2004, s. 11]. W oparciu o te relacje powinna być zbudowana struktura spółki, wyznaczane przez nią cele, a także środki, za pomocą których będą mogły zostać osiągnięte. Właściwie funkcjonujący nadzór korporacyjny może skutecznie stymulować władze spółek do prowadzenia polityki, która leży w interesie zarówno przedsiębiorstwa, jak i jej współników, w tym również akcjonariuszy. Powinien jednocześnie umożliwiać weryfikację osiągniętych wyników i efektywność wykorzystywania zasobów.

Termin „corporate governance” dotarł do Polski w drugiej połowie lat 90. XX w. W pierwszym kroku skoncentrowano się na zaproponowaniu polskiego odpowiednika omawianego terminu. Na etapie budowy polskiego rynku kapitałowego promowano określenie „nadzór właścicielski” [Dobija, Koładkiewicz, 2011, s. 20]. Nawiązywało to do historii samego nadzoru, który kształtował się na skutek oddzielenia się roli dawcy kapitału od roli zarządzającego nim. Ponadto polski rynek kapitałowy cha-

rakteryzował się skoncentrowaną strukturą akcjonariatu [Stroiński, 2006, s. 76], co sprzyjało braniu pod uwagę wyłącznie relacji zachodzących pomiędzy tymi dwiema grupami. P. Tamowicz i M. Dzierżanowski zauważyli, że „własność i kontrola jest silnie skoncentrowana w ręku jednego z akcjonariuszy, który dzięki temu jest w stanie samodzielnie i efektywnie kontrolować działanie menedżerów” [Tamowicz, Dzierżanowski, Lepczyński, 2001, s. 4].

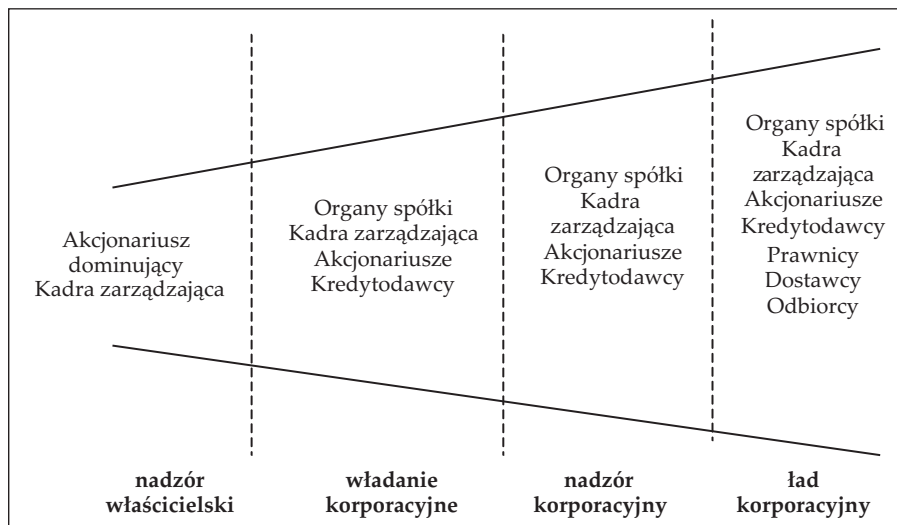
Kolejni badacze proponowali termin „władanie korporacyjne” lub „władztwo korporacyjne”. Postrzeganie corporate governance jako władztwo korporacyjne zawężyło jego znaczenie do relacji wewnątrz korporacyjnych zachodzącymi pomiędzy organami spółki, odsuwając na dalszy plan znaczenie relacji instytucjonalno-ekonomicznych. Stanowisko tego odpowiednika proponował G. Domański [G. Domański, 2000]. Podobny punkt widzenia prezentował J. Solarz, który postrzegał to zjawisko jako faktyczną władzę między organami spółki, jej dostawcami i odbiorcami, pracownikami i akcjonariuszami oraz zewnętrznymi źródłami zasilen finansowych [Solarz, 1997]. Zastanawiająca jest jednak kwestia, na jakiej podstawie atrybut władania może przysługiwać pracownikom czy też odbiorcom lub dostawcom. Z tego względu, o „władaniu korporacyjnym” możemy mówić w przypadku władz spółki, kadry zarządzającej, której przysługuje prawo dysponowania majątkiem przedsiębiorstwa, akcjonariuszom, a także podmiotom oferującym spółce kapitał obcy.

Odmiennej opinii zaprezentował B. Wawrzyniak, według którego najodpowiedniejszym zamiennikiem jest „nadzór korporacyjny”, który rozumie, jako zasady, reguły oraz wszelkie aspekty zarządzania środkami służącymi do kontrolowania przez właścicieli podległych im podmiotów gospodarczych [Wawrzyniak, 1998]. Należy się jednak zastanowić, jak należy rozumieć „grupę osób” – czy jako wszystkie jednostki, którym wspólny interes daje prawo nadzorowania, czy stworzoną przez nie grupę ich reprezentującą, co może z kolei ograniczyć uprawnienia mniejszych podmiotów kosztem większym, a przez to bardziej wpływowych.

Do zwolenników stosowania określenia „ład korporacyjny” możemy zaliczyć A. Rapaczyńskiego i R. Frydmana, którzy widzą w tym pojęciu system procesów i instytucji – od rad nadzorczych poprzez strukturę finansowania przedsiębiorstwa do rynków finansowych – umożliwiających interesariuszom sprawowanie nadzoru nad zarządzaniem ich własnością [Frydman, Rapaczyński, Earle, 1994]. Podobny punkt widzenia reprezentuje Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Według przyjętej przez tę instytucję definicji jest to „zbiór zasad postępowania, skierowanych zarówno do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do

większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy. Zasady ładu korporacyjnego odnoszą się do szeroko rozumianego zarządzania spółką.” [<http://www.corp-gov.gpw.pl>].

Rysunek 1. Ewolucja pojęcia „corporate governance”



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Cadbury, 1990], [Monks, Minow, 1996, s. 162], [Davis, 1999], [Weiner, Pape, 1999], [OECD, 2004], [Dobija, Kołodkiewicz, 2011], [Stroiński, 2006], [Tamowicz, Dzierżanowski, Lepczyński, 2001], [G. Domański, 2000], [Solarz, 1997], [Wawrzyniak, 1998], [Frydman, Rapaczyński, Earle, 1994], [<http://www.corp-gov.gpw.pl>].

Ewolucja zarówno tłumaczenia, jak i interpretacji corporate governance pokazuje, że wraz z rozwojem tego zjawiska, coraz więcej grup interesariuszy jest zaangażowanych i uwzględnianych w przygotowywanych rekomendacjach. Tym samym następuje rozszerzenie roli, jaką ład korporacyjny powinien odgrywać.

Z tego względu przychylam się do stosowania jako polskiego odpowiednika corporate governance wyrażenia „ład korporacyjny.” Przemawia za tym rozwój rynku kapitałowego i przejście na kolejny poziom, w którym w podejmowanych działaniach uwzględnia się nie tylko zapisy prawa, których naruszenie grozi sankcją, ale również respektowanie dobrych praktyk pomagających budować kapitał zaufania wśród wszystkich grup interesariuszy, w tym również akcjonariuszy mniejszościowych. Ponadto ład korporacyjny sygnalizuje istnienie instytucjonalnych determinant wzmacniających pozycje spółek przy jednoczesnym poszanowaniu praw wszystkich interesariuszy.

2. Prawa akcjonariuszy mniejszościowych i przykłady ich naruszeń

Rola akcjonariuszy w spółkach bywa niesłusznie zawężana wyłącznie do funkcji dawcy kapitału. Tymczasem jako grupie angażującej w spółkę własne środki pieniężne zależy jej na realizowaniu przez kadre zarządzającą nią zasady gospodarności, a także dochodowości. Staje ona na straży alokacji powierzonych środków i efektywności ich wykorzystania. Zważając jednak na podstawową zasadę spółki akcyjnej, według której jedna akcja daje jeden głos, strażnikiem staje się akcjonariusz dominujący. Przysługujące mu do tego prawo wynika z wielkości kapitału wniesionego do spółki w formie wpłat na rzecz kapitału zakładowego. W praktyce, zgodnie z zasadą proporcjonalności „zakres praw, które będą przysługiwały w spółce akcjonariuszowi, będzie wynikał z liczby objętych przez niego akcji” [Wajda, 2007, s. 25].

Taka relacja stawia akcjonariuszy mniejszościowych w niekorzystnej sytuacji zarówno w przypadku, kiedy spółka charakteryzuje się skoncentrowaną strukturą własności, jak również wówczas, gdy mamy do czynienia ze strukturą rozproszoną. Pierwszy przypadek może narażać drobnych inwestorów na hegemonię akcjonariusza dominującego, który może narzucać swoją wolę. W drugim przypadku konflikt może rodzić się między szczeblem kadry zarządzającej a akcjonariuszami, ponieważ na skutek drobnych pakietów żaden akcjonariusz nie będzie miał możliwości weryfikacji podejmowanych przez menedżera decyzji [Popławski, 2003, s. 59–75].

Zasadą, która może bronić akcjonariatu mniejszościowego, jest zasada równego traktowania akcjonariuszy. Jednak zgodnie z nią na równi muszą być traktowani akcjonariusze znajdujący się w takiej samej sytuacji, należący do tej samej kategorii [Okolski, Gasiński, Modrzejewski, 2002, s. 21].

Wśród najczęściej naruszanych praw akcjonariuszy mniejszościowych wymienia się [Colley, Doyle, Logan, Stettinius, 2005, s. 266–267]:

- zaniżanie wartości spółki poprzez wykorzystywanie cen transferowych,
- narzucanie woli przez akcjonariusza dominującego akcjonariuszom mniejszościowym,
- utrudnianie akcjonariuszom mniejszościowym wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu na skutek przerywania obrad walnego zgromadzenia, odraczania terminu obrad, modyfikacja porządku obrad,
- blokowanie wyboru kandydata do rady nadzorczej wytypowanego przez akcjonariat mniejszościowy,

Tablica 1. Katalog praw przysługujących akcjonariuszom mniejszościowym

Prawa akcjonariuszy reprezentujących min. 1/10 kapitału zakładowego	Prawa akcjonariuszy reprezentujących min. 1/5 kapitału zakładowego	Prawo drobnych akcjonariuszy do wykupu ich akcji przez większość
Prawo żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia	Prawo żądania dokonania wyboru rady nadzorczej grupami	Prawo drobnych akcjonariuszy do wykupu ich akcji przez większość w przypadku powzięcia uchwały o istotnej zmianie przedmiotu działalności spółki
Prawo żądania umieszczenia w porządku obrad określonych spraw		Prawo drobnych akcjonariuszy do wykupu ich akcji przez większość w przypadku łączenia się spółek kapitałowych
Prawo żądania ponownego sprawdzenia listy obecności na walnym zgromadzeniu przez wybraną do tego celu komisję		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [KSH, 2000].

- utajnianie informacji nt. polityki finansowej spółki reprezentantowi akcjonariatu mniejszościowego,
- wybór audytora powiązanego z kadrą menedżerską lub akcjonariuszem dominującym lub utrudnianie mu pracy,
- niejednoznaczna i nieefektywna polityka informacyjna.

Niechłubne przypadki naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych uzasadniają potrzebę szybkiej regulacji tej kwestii. W przeciwnym wypadku mogą one naruszyć zaufanie wśród inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych.

Widać więc, iż już podstawowe zasady wynikające z regulacji prawnej w niewystarczającym stopniu chronią interesy drobnych inwestorów. Może to skutkować wyborem przez nich innych form oszczędzania, np. instrumentów, które dają im większe uprawnienia w kwestii dysponowania i kontroli nad powierzonym kapitałem.

3. Ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych według rekomendacji corporate governance na podstawie analizy zmian zapisów w kolejnych kodeksach dobrych praktyk

Zasady corporate governance posłużyły do przygotowania kodeksów dobrych praktyk, będących zbiorem zaleceń mających rekomendować określone wzorce zachowań.

Kodeks Nadzoru Korporacyjnego IBnGR z 2002 roku podkreślał, iż szczególnego znaczenia nabiera ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych wobec akcjonariusza dominującego, co „w krótkim okresie pozwoliłoby odbudować wiarygodność rynku kapitałowego” [Tamowicz, Dzierżanowski, 2002, s. 11]. Zapisy zwracają również uwagę na zapewnienie ochrony interesów akcjonariuszy przed oportunistycznymi zachowanymi kadry menedżerskiej.

Kodeks corporate governance zatytułowany Dobre praktyki w spółkach publicznych z 2005 roku wskazywał pożądany kierunek działań, budząc niemałe kontrowersje, szczególnie wobec zasady zalecającej utrzymanie co najmniej połowy niezależnych członków. Kodeks ten nie identyfikował jednoznacznie interesu spółki z interesem akcjonariuszy. Postulował zaś uwzględnienie interesu akcjonariuszy większościowych proporcjonalnie do wnoszonego wkładu, przy jednoczesnym respektowaniu praw mniejszości [Komitet Dobrych Praktyk, 2004, s. 3].

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW z 2007 roku podkreślały, iż celem „jest umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy także w materiałach nie regulowanych przez prawo, a przy tym nie stwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nie równoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku”.

Podjęte działania były kontynuowane w kolejnych Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW w 2010 roku. Podkreślana jest w nich potrzeba prowadzenia przejrzystej i efektywnej polityki informacyjnej w oparciu o tradycyjne, a także nowoczesne technologie. Zwraca się uwagę, aby przekładanie lub odwoływanie walnego zgromadzenia nie ograniczało akcjonariuszom ich prawa do udziału w nim. Postuluje się również respektowanie zasady równości akcjonariuszy [GPW, 2010].

Kodeks Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW z 2012 roku przyniósł między innymi wytyczne w kwestii przygotowywanych stron internetowych spółek, jako narzędzie komunikacji z inwestorami [GPW, 2012].

Analiza rozwoju kodeksów dobrych praktyk pozwala zauważyć, że ich zapisy są udoskonalaniem i stanowią nieustanną polemikę między re-

prezentantami spółek a inwestorami. Następuje dostosowywanie zasad corporate governance do realiów i potrzeb polskiego rynku kapitałowego. Przy czym już pierwsze rekomendacje uwzględniały znaczenie akcjonariuszy mniejszościowych, co może potwierdzać dalekowzroczność specjalistów w tej dziedzinie i znaczenie, jakie przypisywali oni akcjonariuszom mniejszościowym.

4. Znaczenie corporate governance dla ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych

Rozwój corporate governance, tworzenie rekomendacji wspierających ochronę akcjonariuszy mniejszościowych wzmacniających efektywność działania wpływają pozytywnie na rozwój bazy inwestorów i podnoszenie ich świadomości.

Lepiej rozwinięty rynek kapitałowy gwarantujący bardziej przejrzyste zasady funkcjonowania i nadzorowania charakteryzuje się większą alokacją środków finansowych pochodzących m.in. od inwestorów indywidualnych, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

Po dekadzie wzmożonej koncentracji kapitału przychodzi czas na dywersyfikację portfela inwestycyjnego, zarówno po stronie spółek publicznych, jak i po stronie inwestorów. Coraz więcej kapitałodawców decyduje się na ulokowanie swoich oszczędności w kilku spółkach, niejednokrotnie wywodzących się z niepowiązanych ze sobą branż. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego ma zapewnić im wyższy poziom bezpieczeństwa podejmowanych inwestycji, aczkolwiek rozdrobnienie pakietów udziałowych osłabia ich pozycję w spółce. Przypadki naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych uzasadniają potrzebę wdrażania w działania spółki zasad gwarantujących równowagę pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy, w tym zapewniających ochronę akcjonariuszy mniejszościowych.

Zagwarantowanie odpowiedniej ochrony akcjonariuszom mniejszościowym w świetle zasad corporate governance jest istotne także ze względu na zaoferowanie średniej klasie aktywnego instrumentu inwestycji i odkładania środków finansowych na swoją emeryturę. Niemniej jednak funkcjonujące mechanizmy kontroli i nadzoru zawarte w zasadach corporate governance powinny umożliwiać zaangażowanym w funkcjonowanie spółki grupom interesariuszy kontrolę nad wykorzystywaniem ulokowanego przez nich kapitału.

Warto zauważyć, że doświadczenia krajów wysokorozwiniętych pokazują, że ochrona akcjonariuszy mniejszościowych umożliwia pozyskiwanie kapitału od szerszego kręgu inwestorów. W konsekwencji pozwala to

sfinansować kapitałochłonne inwestycje, przy jednoczesnym rozłożeniu ryzyka na wiele podmiotów. Około 78% inwestorów w Europie Zachodniej oraz 73% inwestorów w Europie Wschodniej jest skłonnych zapłacić więcej za udziały spółek deklarujących wyższy poziom respektowania zasad corporate governance [McKinsey, 2002].

Potrzeba zagwarantowania ochrony akcjonariuszom mniejszościowym wynika także z globalizacji dokonującej się na rynkach finansowych. Zniesienie barier handlowych i ograniczeń w międzynarodowych transferach kapitału zmusza spółki do podjęcia rywalizacji na szczeblu międzynarodowym o inwestora i umożliwienie mu korzystania z przysługującym mu z tytułu udziałów praw. Możliwe jest to dzięki rozwojowi technologii, informatyzacji przedsiębiorstw i wykorzystywaniu telekomunikacji. Spółki prowadzące otwartą politykę informacyjną opartą na stałych kontaktach z inwestorami skuteczniej pozyskują kapitał zagraniczny w porównaniu do spółek prowadzących politykę zamkniętą, owianą niedopowiedzeniami i tajemnicą. Spółki, których strategie nie spełniają oczekiwań inwestorów mają relatywnie niską wycenę rynkową, borykają się z trudnościami w zdobywaniu kapitału na dalszy rozwój, a na skutek spadku wartości są narażone na wrogie przejęcia.

Wobec niewystarczającej regulacji prawnej w zakresie wskazanych powyżej zagadnień, podejmowane są inicjatywy oddolne – opracowywanie i wdrażanie kodeksów dobrych praktyk uwzględniających zasady corporate governance. Mają one stanowić pewien wzorzec etyczny i kulturowy. Niemniej jednak pomimo tego, że zasady podejmują niektóre problemy, z jakimi mogą zetknąć się interesariusze, to nie są wolne od luk w tym temacie. Wypracowanie kompletnego katalogu zasad corporate governance, które byłyby respektowane przez spółki skutecznie uzupełni swoistą lukę prawną między innymi w stosunku do grupy udziałowców mniejszościowych zapobiegając obserwowanym przypadkom naruszania ich praw.

5. Rekomendacje w zakresie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych

Analiza zmian zachodzących w zjawisku corporate governance jest bezsprzeczna. Niemniej jednak proces ten nie dobiegł jeszcze końca, co widać m.in. w potrzebie regulacji kwestii akcjonariuszy mniejszościowych.

Na podstawie zarówno dorobku ekspertów działających w temacie corporate governance, jak i przeprowadzonej w niniejszej pracy analizy praw akcjonariuszy dysponujących niewielkim pakietem akcji, a jednocześnie znacznym potencjałem tej grupy w dalszym rozwoju rynku ka-

pitałowego, sformułowano następujące zalecenia [Jeżak, 2010, s. 266–267; Aluchna i inni, 2005, s. 30]:

- 1) podejmowanie działań podnoszących świadomość drobnych inwestorów,
- 2) zagwarantowanie akcjonariuszom mniejszościowych korzystania z praw, które nabyli wraz z kupnem akcji, w tym umożliwienie wzięcia udziału w wyborze członków organów spółki osobiście lub poprzez pełnomocnika, zapewnienie możliwości głosowania bez konieczności fizycznej obecności, wypłacenie udziału w zyskach,
- 3) zapewnienie wszystkim akcjonariuszom odpowiedniego czasu niezbędnego do zapoznania się z dokumentacją przedstawianą walnemu zgromadzeniu oraz jej przemyślenie,
- 4) zaoferowanie akcjonariuszom mniejszościowym możliwości zgłaszania spraw do porządku obrad i poinformowania o nowym punkcie pozostałych uczestników, aby mogli się z nim zaznajomić,
- 5) zezwolenie uczestnikom na zadawanie pytań i otrzymanie na nie odpowiedzi,
- 6) wyjaśnienie obowiązujących procedur,
- 7) prezentowanie wyników głosowania w sposób przejrzysty i czytelny,
- 8) ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych przy przymusowym wykupowaniu akcji zapobiegająca zaniżaniu wartości akcji,
- 9) poprawa prowadzonej przez spółkę polityki informacyjnej, szczególnie w odniesieniu do akcjonariuszy mniejszościowych, uwzględniającej informacje na temat działań menedżerów, organów spółki, akcjonariusza dominującego, struktury własności, istotnych sprawach spółki, zakładanych celach i strategii ich osiągnięcia,
- 10) zapewnienie efektywnego nadzorowania nad organami zarządzającymi spółką, poprzez wybór do rady nadzorczej niezależnych członków, umożliwienie przy ich wyborze głosowania grupami, a także wybór niezależnego audytora,
- 11) udostępnianie informacji o powiązaniach spółki, członków organów, menedżerów z innymi podmiotami,
- 12) respektowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz prowadzenie aktywnej z nimi współpracy, budując w ten sposób trwałe i długookresowe relacje oparte na stabilności finansowej,
- 13) rzetelne stosowanie przez spółki zasady „dostosuj się lub wyjaśnij” [Oplustil, 2010, s. 74],
- 14) zadośćuczynienie w przypadku naruszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych lub pozostałych interesariuszy.

Akcjonariusze mniejszościowi nie są w stanie sami wyegzekwować przysługujących im praw, z tego względu znaczenia nabiera funkcjonowanie instytucji działających na rzecz rozwoju i wdrażania zasad corporate governance.

Zakończenie

Drobni inwestorzy, którzy przyjmują w spółkach rolę akcjonariuszy mniejszościowych, dostarczają przedsiębiorstwom znacznych zasobów kapitałowych. Ponadto na skutek rozwoju rynku kapitałowego ujawnia się potencjał tej grupy inwestorów. Z tego względu dostrzega się coraz częściej potrzebę zagwarantowania ochrony przysługujących im praw. Potwierdza to analiza definicji corporate governance, które rozszerzają grupę interesariuszy, których to zjawisko dotyczy, rozpoczynając od relacji pomiędzy kapitałodawcami a kadrą nim zarządzającą, aż do powiązań pomiędzy organami spółek, kadrą menedżerską, pracownikami, kredytodawcami, klientami, dostawcami, akcjonariuszami, zarówno dominującymi, jak i mniejszościowymi. Zasady corporate governance zaczynają być postrzegane jako instytucjonalne determinanty rozwoju spółek – na szczeblu mikroekonomicznym, a także rynku kapitałowego w skali makro.

Badania nad poziomem zagwarantowania skutecznej ochrony praw akcjonariatowi mniejszościowemu wzbudza zainteresowanie ze względu na powiększanie się grupy drobnych inwestorów oraz jest przesłanką wejścia rynku kapitałowego w kolejną fazę rozwoju.

Analiza uprawnień przysługujących akcjonariuszom mniejszościowym i statystyka naruszeń ich praw pokazują niewielką świadomość i krótkowzroczność prowadzonej przez kadrę zarządzającą i akcjonariuszy dominujących polityki spółek, w które są zaangażowani. Wobec powyższego uzasadnione jest stwierdzenie, że analiza praw akcjonariuszy mniejszościowych, formułowanie i rekomendowanie zasad mogących umocnić ich pozycję, a także weryfikacja efektów ekonomicznych osiągniętych dzięki pozyskiwaniu kapitału od drobnych inwestorów powinny być kontynuowane.

Literatura

1. 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*, IBnGR, Gdańsk.
2. Cadbury A. (1990), *The Company Chairman*, Director Books, London.

3. Colley J.L., Doyle J.L., Logan G.W., Stettinius W. (2005), *Ład korporacyjny*, Liber, Warszawa.
4. Davis A. (1999), *A Strategic Approach to Corporate governance*, Gover.
5. Dobija D., Koładkiewicz I. (red.) (2011), *Ład korporacyjny*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
6. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2010), GPW, Warszawa.
7. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2013), GPW, Warszawa.
8. Domański G. (2000), *W imieniu właścicieli*, „Rzeczpospolita”, dodatek „Prawo”.
9. Frydman R., Rapaczyński A., Earle J.S. i współpracownicy (1994), *Proces prywatyzacji w Europie Środkowej*, WSiP, Central European University, Warszawa.
10. Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
11. Komitet Dobrych Praktyk Forum – Corporate Governance (2004), *Dobre Praktyki w spółkach publicznych 2005*, Warszawa.
12. McKinsey (2002), *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*.
13. Monks R.A.G., Minow N. (1996), *The American Corporation and the end of the Twentieth Century: Outline of Ownership Based Governance*, Arthur Anderson Lecture, The Judge Institute, Cambridge.
14. Okolski J., Modrzejewski J., Gasiński Ł. (2002), *Zasada równego traktowania akcjonariuszy mniejszościowych na gruncie k.s.h.*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 10.
15. Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa.
16. Popławski W. (2003), *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 1.
17. Solarz J.K. (1997), *Metodologia badań złożonych układów organizacyjnych. Perspektywa „corporate governance”* [w:] *Raport o zarządzaniu*, Warszawa.
18. Stoiński R. (2006), *Zasady dobrych praktyk w spółkach publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA – wybrane zagadnienia na tle prawotwórczym* [w:] *Corporate Governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków.
19. Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2002), *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, IBnGR, Gdańsk.
20. Tamowicz P., Dzierżanowski M., Lepczyński B. (2001), *Rating nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych*, IBnGR, Warszawa.

21. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
22. Wajda A. (2007), *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków.
23. Wawrzyniak B., *Koncentracja w gospodarce jako światowa tendencja w zarządzaniu globalnym* (1998) [w:] Romanowska M., Trocki M., Wawrzyniak B., *Grupy kapitałowe w Polsce*, Difin, Warszawa.
24. Weiner J., Pape J.C. (1999), *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, "Corporate Governance. An International Review", vol. 7, no. 2.
25. *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, (2004), Ministerstwo Skarbu Państwa.

Streszczenie

Zjawisko corporate governance rozwija się wraz z rozwojem rynków kapitałowych. Jednocześnie rozszerza grupę interesariuszy, których prawa powinny być chronione. Wzrost zainteresowania rynkiem kapitałowym, powiększająca się grupa drobnych inwestorów, działanie funduszy emerytalnych, inwestycyjnych, a także wzrost ich świadomości uwidocznili niedostateczny poziom ochrony ich praw. W rezultacie podejmuje się działania mające na celu unaocznienie potrzeby ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Słowa kluczowe

corporate governance, ochrona akcjonariuszy mniejszościowych

Corporate governance as an instrument to protect the rights of minority shareholders in Poland (Summary)

The corporate governance has developed with the market economy. It expanded the group of stakeholders, whose rights has to be protected. The increase of interest in the capital market; the growing group of small investors; investment and pension funds performance increase of their awareness has highlighted the inadequate level of protection of their rights. As a result, actions are taken to indicate to protect the rights of minority shareholders.

Keywords

corporate governance, protection of minority shareholders