

JOLANTA SZAPIEL

PRZEOBRAŻENIA INSTYTUCJONALNE W SFERZE INFORMACYJNEJ RYNKU KAPITAŁOWEGO A EFEKTYWNOŚĆ WYNAGRADZANIA MENEDŻERÓW W SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

WSTĘP

W ekonomii brak ścisłej definicji instytucji. T. Veblen za instytucje uznaje „utrwalone wzorce myślenia i działania wspólne dla człowieczeństwa”¹. Dla G. M. Hodgsona instytucje to „działanie tradycji, zwyczaju i ograniczeń prawnych prowadzących do powstania trwałych i rutynowych wzorców zachowań jednostek gospodarczych”². D. C. North definiuje instytucje jako „wiązkę ograniczeń zachowań ludzkich w formie reguł i regulacji, wiązkę procedur do wykrywania odchylenia od reguł i regulacji, i ostatecznie, wiązkę norm moralnych i etycznych, które określają ramy, w których te reguły i regulacje są tworzone oraz zabezpieczone”³. Z kolei E. Ostroma określa instytucje jako „wiązkę działających reguł, które są używane dla ustalenia, kto jest wybrany do podejmowania decyzji w danej dziedzinie, jakie działania są dozwolone lub ograniczone, jakie zasady i procedury należy stosować, jakich informacji należy dostarczać i jakie płatności należy przekazać w zależności od indywidualnych działań”⁴.

¹ Por.: M. Warner, *International Encyclopedia of Business and Management*, Routledge, London–New York 1996, s. 73.

² Por.: G.M. Hodgson, *Economics and Institutions*, Polity Press, Cambridge–Oxford 1996, s. 53–55.

³ D. C. North, *Transaction Costs, Institutions and Economic History*, [w:] E. G. Furubotn, R. Richter (ed), *The New Institutional Economics*, Tubingen–Mohr, 1991, s. 57.

⁴ Por.: E. Ostroma, *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge 1990, s. 51.

Institucje mogą spełniać różne funkcje. Gustaw von Schmoller za główny cel instytucji uznaje stworzenie podmiotom gospodarczym odpowiednich warunków do działalności, w szczególności zaś zmniejszenia niepewności ich działania⁵. B. Nooteboom podkreśla, że oprócz ograniczania działań ludzkich, funkcją instytucji jest również umożliwienie różnorodnej działalności⁶. Z interesującą klasyfikacją funkcji instytucji spotykamy się także w Raporcie Banku Światowego za 2002 rok. Wymieniony dokument wyodrębnia trzy, najważniejsze funkcje instytucji:

- 1) poprawiają przepływ informacji pomiędzy uczestnikami rynku (procesów gospodarczych),
- 2) identyfikują i egzekwują prawa własności i kontrakty; umożliwiają tym samym zabezpieczenie kontraktów i ochronę uczestników rynku (procesów gospodarczych) oraz ograniczenie sporów między nimi powstających,
- 3) zwiększają lub zmniejszają konkurencję na rynku; instytucje mogą bowiem zwiększać lub zmniejszać równość szans dla poszczególnych uczestników rynku.

W opracowaniu zostanie wykorzystane przede wszystkim ujęcie instytucji D. C. Northa i E. Ostrama, a uwaga nakierowana na zaprezentowanie ich funkcji informacyjnej oraz względem niej komplementarnej, jaką jest funkcja identyfikacji i zabezpieczania kontraktów. W szczególności chodzi o naświetlenie zachodzących ostatnimi czasy zmian instytucjonalnych dotyczących wynagradzania menedżerów oraz ich wpływu na efektywność zarobków zarządzających z punktu widzenia interesów właścicieli spółek giełdowych.

Institucje rynku kapitałowego, odnoszące się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych, mogą powstawać w dwojaki sposób. Pierwszy zakłada, iż instytucje dotyczące transparentności informacyjnej wynagrodzeń menedżerów są projektowane i tworzone przez ośrodek(i) władzy i nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Drugi sposób opiera się na założeniu interesu własnego uczestników rynku kapitałowego i uwzględnia powstawanie instytucji z inicjatywy samych uczestników. W konsekwencji instytucje odnoszące się do przejrzystości w sferze wynagrodzeń menedżerów spółek notowanych na giełdzie, jako segmencie regulowanego rynku kapitałowego, mogą przybrać formę norm prawnych i norm społecznych. Takie rozstrzygnięcie co do charakteru unormowań dotyczących wynagradzania zarządców spółek giełdowych przesądza o ekonomicznym, a nie prawnym, rozumieniu i stosowaniu

⁵ Por.: B. Nooteboom, *Trust*, Edward Legar, Cheltenham–Northampton 2002, s.32.

⁶ Ibidem, s. 32–33.

instytucji w obrębie rynku giełdowego. Przy czym, tak jak to przewidział North, następuje efekt scalania i komplementarności norm prawnych i moralnych⁷.

ZMIANA INSTYTUCJI DOTYCZĄCYCH WYNAGRADZANIA MENEDŻERÓW NA ZACHODNICH RYNKACH KAPITAŁOWYCH

Po serii skandali giełdowych na największych giełdach świata (głównie w USA, Wielkiej Brytanii i Niemczech) w latach 1999–2000, u podstaw których leżały chciwość i wygórowane wynagrodzenia menedżerów spółek giełdowych, niemające się nijak do wyników finansowych samych spółek i korzyści osiągniętych przez ich akcjonariuszy, można było zauważyć zmianę nastawienia regulatora państwowego, ale także samego rynku kapitałowego (inwestorów) do kwestii transparentności informacji o wynagrodzeniach. Doprowadziło to w konsekwencji do istotnego przeobrażenia instytucji odnoszących się do wynagrodzeń menedżerów zarządzających spółkami giełdowymi. Oczywiście w dalszym ciągu obserwujemy naturalne zjawisko zróżnicowania zakresu wykorzystania norm prawnych i moralnych na poszczególnych dojrzałych rynkach kapitałowych. Jednym biegunem unormowań dotyczących wynagradzania menedżerów jawi się giełdowy rynek w USA, gdzie pierwszoplanowa rola w tworzeniu instytucji w tym względzie przypada ośrodkom władzy państwowej. Z kolei na rynku kapitałowym w Wielkiej Brytanii, na którym silnie zakorzeniona jest idea samoregulacji uczestników rynku oraz tradycja kulturowa wyrażająca się karaniem w kategoriach etycznych (winni sobie sami wymierzają karę), nadrzędną rolę odgrywają normy społeczne (kodeksy etyczne). Ostatnimi czasy daje się jednak zauważyć konwergencję w sferze instytucji dotyczących wynagradzania między systemem amerykańskim i brytyjskim. Silne prawo dotyczące publicznego obrotu papierami wartościowymi i wysoka pozycja amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych (SEC) w skutecznym jego egzekwowaniu zostały uzupełnione o unormowania społeczne (normy etyczne). Organizacje zrzeszające spółki giełdowe, przy braku własnych kodeksów etycznych, zaczęły dobrowolnie wdrażać rekomendacje brytyjskie, w celu poprawy własnego wizerunku w oczach inwestorów⁸. Zalecenia brytyjskie znalazły się także w zasadach NYSE dotyczących obo-

⁷ Por.: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990, s. 243–247.

⁸ Chodzi tu w szczególności o Kodeks Breedena.

wiązków informacyjnych notowanych na giełdzie spółek⁹. Z kolei coraz częstsze praktyki uchylania się przed respektowaniem norm etycznych w Wielkiej Brytanii zaowocowały zwiększeniem znaczenia regulacji prawnych.

Najważniejsze sfery przeobrażeń instytucjonalnych dotyczących wynagradzania menedżerów spółek giełdowych notowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych to normy:

- 1) odnoszące się do konstrukcji systemu wynagrodzeń,
- 2) dotyczące trybu opracowywania i zatwierdzania systemu wynagrodzeń oraz wprowadzania w nim zmian,
- 3) określające tryb, zakres i formę prezentacji informacji na temat wynagrodzeń,
- 4) dotyczące pakietów motywacyjnych dla menedżerów, stanowiące ich zabezpieczenie na wypadek przejścia spółki lub odejścia z firmy,
- 5) dotyczące aspektów rachunkowych i finansowych systemu wynagrodzeń.

Podstawowym obszarem zmian unormowań odnoszących się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych są niewątpliwie zapisy prawne i rekomendacje określające, w jaki sposób powinien być konstruowany system wynagrodzeń. Kluczowym zapisem w tym względzie jest ten, który mówi, że wynagrodzenie członków zarządu powinno być odpowiednio wysokie, by zapewnić im poczucie niezależności oraz przyciągać, zatrzymać i motywować do działania na rzecz spółki, ale nie nadmierne i wypłacane nawet wtedy, kiedy nie ma ku temu żadnego uzasadnienia ekonomicznego. Ponadto zaleca się spółkom giełdowym, aby te wypłacały znaczną część wynagrodzenia w formie pieniężnej. Nie oznacza to jednak propozycji eliminacji wynagradzania menedżerów w formie akcji lub innych składników zmiennych. W rozwiązaniach zachodnich¹⁰ dopuszcza się wypłatę części wynagrodzenia w postaci akcji, opcji na akcje lub innych składników zmiennych, ale w takiej jednakże sytuacji ustanawia się wymóg ustalenia takich zasad ich stosowania, kontroli i upublicznienia informacji o nich, że doprowadzą one do zgodności interesów akcjonariuszy i menedżerów. W szczególności chodzi tu o odrzucenie zasad przyznawania akcji lub innych instrumentów zmiennych, naruszających dobro akcjonariuszy i całej spółki oraz przestrzeganie wymogów związanych

⁹ Por.: *Final Corporate Governance Rules of the New York Stock Exchange (NYSE) approved by the SEC on November 4, 2003, Section 303A of the Listed Company Manual*, NYSE; M. Przybyłowski, *Reforma Corporate Governance w USA*, 24.10.2003, artykuł z serwisu www.pfcg.org.pl

¹⁰ Por.: D. Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, The Department of Trade and Industry, London, January 2003; R. C. Breeden, *Restoring Trust*, Rapport to The Hon. Jed S. Rack off The United States District Court For the Southern District of New York on Corporate Governance For the Future of MCI, Inc., August 2003, s. 67.

z prezentacją ilości przydzielonych akcji, opcji lub innych składników zmiennej, wykazem osób korzystających z przydziału, z przedstawieniem warunków i częstotliwości stosowania programów motywacyjnych opartych na tych instrumentach. Menedżerowie wynagradzani akcjami lub innymi składnikami zmiennymi powinni mieć ograniczone prawo zbywalności udziałów w spółce¹¹, nadzorowane przez władze spółki, ale też przez organy nadzoru obrotu giełdowego.

Konstrukcja wynagrodzeń czołowych menedżerów zachodnich spółek giełdowych może, zgodnie z nowymi unormowaniami, obejmować oprócz wynagrodzenia stałego, premii, składników partycypacji w własności spółki także inne korzyści (np. luksusowy gabinet i samochód). Jednak w tym przypadku, podobnie jak w odniesieniu do tytułów własności, muszą być przyjęte zasady ich przyznawania, nienaruszające interesu (dobra) akcjonariuszy, a informacje o tych zasadach w pełni ujawnione inwestorom.

Zgodnie z przyjętymi na rozwiniętych rynkach kapitałowych unormowaniami polityka wynagrodzeń członków naczelnych władz spółki giełdowej powinna być oparta na wynikach ekonomicznych. Przy ocenie rezultatów ekonomicznych działalności firmy, będących kryteriami wyznaczania poziomu wynagrodzeń, powinny być brane pod uwagę mierniki efektywności długofalowej i stopień realizacji założonych celów. Powinna być też przewidziana możliwość ograniczenia wynagrodzenia w przypadku złych wyników w celu minimalizowania strat firmy.

W obszarze rozstrzygnięć prawnych i moralnych dotyczących wynagradzania członków zarządów zachodnich spółek giełdowych znalazły się też postanowienia dotyczące kwestii akceptacji opracowanego systemu motywacyjnego, jak też dokonywania zmian w obowiązujących programach motywacyjnych. Przyjęto zapis, że na posiedzenia walnego zgromadzenia akcjonariuszy, do ich akceptacji, program wynagrodzeń powinna przedkładać powołana w spółce komisja do spraw wynagrodzeń. Przez przedstawieniem do zatwierdzenia walnemu zgromadzeniu komisja ds. wynagrodzeń powinna ponadto przeprowadzić konsultacje z głównymi udziałowcami na temat proponowanego systemu wynagrodzeń.

¹¹ W obecnie obowiązujących na zachodnich rynkach kapitałowych regulacjach występują zapisy obowiązujące członków zarządu do przetrzymywania udziałów w spółce przez okresy dłuższe (kilkuletnie) oraz ograniczające ich prawo do zbycia tych udziałów po odejściu ze spółki, (w regulacjach różnych krajów różny procent wartości wynagrodzenia otrzymanego w postaci akcji lub opartego w jakiegokolwiek formie na akcjach spółki musi być przetrzymywany aż do upływu określonego minimum czasowego (na ogół sześciu miesięcy) od momentu odejścia menedżera ze spółki.

Systematycznie też znikają z regulacji zachodnich zapisy kryjące pakiety motywacyjne dla menedżerów, stanowiące ich zabezpieczenie na wypadek przejścia firmy, tzw. „złote spadochrony” oraz w związku z odejściem z firmy¹². Podkreśla się bowiem, że menedżerowie powinni otrzymywać wynagrodzenie za decyzje i działania podejmowane w tym czasie, kiedy kontrolują aktywa firmy, natomiast utrata kontroli nad spółką nie powinna być podstawą wypłacania dodatkowych wynagrodzeń. Zwolennicy usuwania zapisów o „złoty spadochronach” oraz odprawach przy odejściu z firmy podają raczej nie kontrolerski pogląd, że jest to swego rodzaju „ubezpieczenie niekompetencji” bądź też „wynagrodzenie za niepowodzenia lub za efekty nie zapracowane”.

W istotnym stopniu zmienił się stopień uregulowania trybu, zakresu i formy upowszechniania informacji odnoszących się do wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych. Po pierwsze, za ujawnienie inwestorom prawdziwych i kompletnych informacji o wynagrodzeniach menedżerów odpowiada komisja (komitet) ds. wynagrodzeń¹³. Przyjęcie takiego rozwiązania wynikało z tego, iż w przeszłości zbyt często zarządy spółek, odpowiedzialne za politykę informacyjną dopuszczały się świadomego ograniczania i selekcjonowania informacji o wynagrodzeniach w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa narażenia się na krytykę inwestorów z powodu ich wysokości i sposobu ich przyznania¹⁴. Po drugie, określono ściśle, w jaki sposób komisja ds. wynagrodzeń ma upowszechnić informacje. Wprowadzono zasadę o bezwzględnym obowiązku komitetu ds. wynagrodzeń do przekazywania informacji w formie raportu rocznego oraz raportów okresowych w formie tradycyjnej oraz nowocześniejszej (elektronicznej).

Nowe normy prawne i moralne wyraźnie rozszerzają zakres informacji o wynagrodzeniach menedżerów, jakie muszą być podane do publicznej wiadomości. Do informacji inwestorów muszą być podane nie tylko informacje dotyczące zasad aktualnie realizowanej polityki wynagradzania menedżerów, ale też planowanej na kolejne lata. Ujawnieniu podlegają indywidualne wynagrodzenia członków zarządu z podziałem na poszczególne składniki wynagrodzeń. Należy wykazać wysokość pieniężnych i niepieniężnych składników

¹² „Złote spadochrony” są jedną z najbardziej odmiennie regulowanych kwestii dotyczących wynagrodzeń menedżerów na zachodnich rynkach kapitałowych.

¹³ Przyjęto zapis o bezwzględnym utworzeniu komisji (komitetu) ds. wynagrodzeń.

¹⁴ Por.: K. J. Murphy, *Reporting choice and the 1992 proxy disclosure rules*, Journal of Accounting, Auditing and Finance 1996, No 11, s. 497–515; D. Yermack, *Higher market valuation of companies with a smaller board of directors*, Journal of Financial Economics 1996, No. 40, s. 185–210; D. Aboody, R. Kasznik, *CEO Stock Option Awards the Timing of Corporate Voluntary Disclosures*, Journal of Accounting and Economics 2000, No. 29, s. 73–100.

wynagrodzeń, takich jak: wynagrodzenie podstawowe, premie roczne, dodatkowe korzyści oraz długoterminowe komponenty wynagrodzeń, w tym akcje i opcje na akcje. Dodatkowo powinna być ujawniona wysokość uprawnień emerytalnych i wynikających z stosowania „złotych spadochronów”. Komisja ds. wynagrodzeń, oprócz wysokości i struktury wynagrodzeń, musi ujawniać także zasady alokacji stałej i zmiennej części wynagrodzenia, kryteria efektywnościowe będące podstawą do naliczenia wynagrodzenia zmiennego, zasady naliczania programów emerytalnych oraz pakietów motywacyjnych stosowanych na wypadek zwolnienia osób zarządzających („złotych spadochronów”).

W przypadku stosowania motywacyjnych planów partycypacji we własności, komisja ds. wynagrodzeń musi ujawniać zasady przydzielania akcji lub innych instrumentów zmiennych opartych na akcjach, ścisły wykaz osób korzystających z programu, częstotliwość i warunki stosowania programów.

W celu zapobieżenia nadużyciom, w nowych rozwiązaniach przyjęto, że wszystkie koszty i obciążenia, które ponosi spółka w związku z realizacją programu motywacyjnego i wypłatą wynagrodzeń, powinny być prawidłowo zaksięgowane i wykazane w stosownym raporcie¹⁵. Przyjęcie takiej zasady wynikało z tego, że w minionych okresach głównie za sprawą opcji, rosły do niewyobrażalnych rozmiarów wynagrodzenia menedżerów zachodnich spółek giełdowych, gdyż opcje właśnie nie zaliczano do kosztów firmy. Na gruncie tych nowych unormowań wiele zachodnich spółek giełdowych, w których w przeszłości realizowano programy motywacyjne oparte na opcjach, a które legitymowały się zyskiem, okazałyby się firmami ze stratami. Komisja ds. wynagrodzeń musi ponadto podawać koszty, na jakie może być narażona spółka w przypadku rozwiązania umowy o pracę z obecnym kierownictwem w związku z wypłacanymi w takich sytuacjach odprawami. Normy obowiązujące na niektórych zachodnich rynkach kapitałowych wręcz ustalają górną wysokość odprawy dla odchodzącego z firmy członka zarządu¹⁶. W wielu wypadkach można spotkać się na rozwiniętych rynkach kapitałowych z wymogiem ujawniania nie tylko wysokości rzeczywiście wypłaconych odpraw zwalnianym menedżerom, ale także kwoty odszkodowań, które zostałyby wypłacone, gdyby stanowisko straciły osoby zarządzające spółką.

¹⁵ Zapis ten wprowadzono do unormowań zachodnich w związku z zaleceniem Rady Międzynarodowych Stosunków Rachunkowości z 31 marca 2004, a dotyczącym Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 2.

¹⁶ Takie rozwiązanie spotykamy np. w kodeksie nadzoru korporacyjnego, który obowiązuje w Szwecji i Danii.

Nowe unormowania, adaptowane przez rozwinięte rynki kapitałowe, określają również formę prezentacji ujawnianych informacji. Przyjęto zasadę, że prezentowane informacje dotyczące wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych powinny być prezentowane nie tylko w formie opisowej, lecz w postaci standardowych tabel. Takie rozwiązanie jest dla inwestorów o wiele bardziej transparentne, gdyż umożliwia pełne i porównywalne zestawienie informacji. Poszczególne kolumny pierwszej z tabel powinny zawierać dane o składnikach wynagrodzenia krótkookresowego (z podziałem na wynagrodzenie stałe, premia i inne składniki) i długookresowego (z uwzględnieniem przyznanych akcji, opcji lub innych praw wynikających z akcji). Wynagrodzenia muszą być ujawniane nie tylko dla poprzedniego roku obrotowego, ale także dla dwóch wcześniejszych lat. Umożliwia to ocenę tendencji, jakie występują w polityce płacowej spółki giełdowej. Uzupełnieniem informacji zawartych w pierwszej tabeli (tzw. tabeli głównej) powinno być kilka kolejnych tabel (zestawień), gdyż w formie tabelarycznej muszą być ujęte m.in. zasady motywacyjnych programów opartych na akcjach i innych składnikach zmiennych, programy emerytalne oraz koszty i obciążenia wynikające z realizacji polityki płacowej. Wymaga się, aby tabele wzbogacone zostały o wykresy pokazujące zmiany wartości wynagrodzeń menedżerów i wartości spółki oraz korzyści z akcji na tle sektora.

NORMY PRAWNE I ETYCZNE DOTYCZĄCE WYNAGRADZEŃ MENEDŻERÓW W WARUNKACH POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Przejrzystość informacyjna polskich spółek giełdowych jest przedmiotem regulacji w kilku aktach prawnych. Podstawowe jednak znaczenie w tej mierze ma ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i odnoszące się do niej akty wykonawcze oraz Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Regulacje te nakładają obowiązek ujawniania wielu istotnych informacji, które mogą wpłynąć na wycenę spółki i jej akcji. Jedną z ujawnianych informacji jest informacja o wynagrodzeniach osób zarządzających spółką giełdową. Zgodnie z tymi aktami prawnymi informacja o wynagrodzeniach zarządu spółki giełdowej powinna być zamieszczona w sprawozdaniu z działalności spółki. Najbardziej szczegółowy zakres informacji dotyczącej wynagrodzeń menedżerów spółki giełdowej regulowany przez powyżej wspomniane akty prawne obejmuje:

łącną wartość wynagrodzeń i nagród (w pieniądzu i w naturze), wypłacanych lub należnych, odrębnie dla zarządzających i nadzorujących, za ostatni zakończony

rok obrotowy, bez względu na to, czy były one zaliczone w koszty czy też wynikały z podziału zysku, a w przypadku, gdy spółka jest jednostką dominującą – oddzielnie informacje o wartości wynagrodzeń i nagród otrzymanych z tytułu pełnienia funkcji we władzach jednostek zależnych i stowarzyszonych¹⁷.

Kwestia przejrzystości informacyjnej spółek giełdowych, odnosząca się do wynagrodzeń członków zarządu, stała się także przedmiotem zapisów znajdujących się w kodeksie nadzoru korporacyjnego, znanego pod nazwą: „Dobre praktyki w spółkach giełdowych”, a przyjętego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Ten zbiór rekomendacji obowiązuje dopiero od 2002 roku. Wśród 40 zasad Dobrych praktyk, z czego 9 dotyczy dobrych praktyk zarządów, tylko 3 zasady dotyczą wynagrodzeń menedżerów. Zasada nr 36 stanowi, że „menedżerowie, którzy otrzymają od spółki akcje powinni je traktować jako inwestycje długoterminową. Zgodnie z zasadą nr 38

wynagrodzenie członków zarządu powinno być ustalone na podstawie przejrzystych procedur i zasad, z uwzględnieniem jego charakteru motywacyjnego oraz zapewnienia efektywnego i płynnego zarządzania firmą. Wynagrodzenie powinno odpowiadać wielkości firmy, pozostawać w rozsądnym stosunku do wyników finansowych, a także wiązać z zakresem odpowiedzialności wynikającej z pełnionej funkcji i uwzględniać poziom wynagrodzenia członków zarządu w podobnych spółkach.

Te dwie przytoczone zasady Dobrych praktyk nie zmieniły swojego brzmienia, mimo że z początkiem lipca 2005 roku zaczął obowiązywać nowy (a ściślej zmodyfikowany) kodeks etyczny – Dobre praktyki spółek giełdowych 2005. W zasadzie nr 39 wprowadzono poprawkę, zakładającą ujawnianie informacji o wysokości wynagrodzeń, tak w odniesieniu do wszystkich członków zarządu, jak i pojedynczo dla każdego czołowego menedżera. W ramach poprawki uwzględniono także konieczność ujawniania informacji o procedurach i zasadach jego ustalania. W konsekwencji nowe brzmienie zasady nr 39 zakłada, że

łączna wysokość wynagrodzeń wszystkich, a także indywidualna każdego z członków zarządu w rozbiciu dodatkowo na poszczególne jego składniki powinna być ujawniona w raporcie rocznym wraz z informacją o procedurach i zasadach jego ustalania. Jeżeli wysokość wynagrodzenia poszczególnych członków zarządu znacznie się od siebie różni, zaleca się opublikowanie stosownego wyjaśnienia.

¹⁷ Zob. rozporządzenie Rady Ministrów z 16 października 2001 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych do publicznego obrotu (Dz.U. Nr 139, poz. 1569) oraz Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Po analizie wszystkich obowiązujących na rodzimym rynku kapitałowym norm prawnych i społecznych dotyczących wynagrodzeń menedżerów spółek giełdowych nie trudno zauważyć, że zakres tych unormowań jest znacznie węższy, a stopień uszczegółowienia dużo mniejszy niż rozwiązań zachodnich. Trudno też nie zauważyć odmienności celu, jakiemu mają służyć instytucje dotyczące wynagrodzeń menedżerów w wariantach zachodnim i polskim. W rozwiązaniach zachodnich instytucje mają zapewnić, aby realizowane w spółkach giełdowych programy wynagrodzeń menedżerów skutkowały wzrostem wartości firmy i korzyści akcjonariuszy. Celem polskich unormowań prawnych i etycznych wydaje się zapewnienie, aby wynagrodzenia menedżerów przyczyniały się do wzrostu efektywności i skuteczności w operacyjnym wymiarze działalności spółki, przy czym nie jest jednoznaczne, jakiej grupie interesu ta poprawa efektywności i korzyści z niej wynikające mają przynależeć. Ponieważ jednak spółka giełdowa jest formą przedsiębiorstwa kontraktowego, to w jego ramach może dochodzić do konfliktów agencji i w konsekwencji zawłaszczania renty ekonomicznej przez menedżerów¹⁸.

Zastanawia również i to, że w polskim systemie nadzoru i kontroli nad rynkiem kapitałowym, który jest w dużym stopniu zbieżny z rozwiązaniami amerykańskimi, z bardzo silną pozycją Komisji Papierów Wartościowych, tak ograniczoną rolę odgrywają normy prawne dotyczące wynagradzania menedżerów spółek giełdowych. Przepisy odnoszące się do amerykańskich spółek giełdowych podlegającym regulacjom Komisji (SEC) zawarte są w Code of Federal Regulations Regulation S-K¹⁹. Przepisy te w sposób szczegółowy i jednoznaczny określają zakres oraz tryb i formę prezentacji informacji dotyczących wynagrodzeń czołowych menedżerów spółek giełdowych.

Zważywszy również, że w Polsce większy ciężar regulacji dotyczących wynagrodzeń menedżerów ma wymiar mniej rygorystycznego, a tradycja podania się sankcji moralnej jest praktycznie żadna, to nie wydaje się możliwe, aby w najbliższej przyszłości zwiększył się wymiar transparentności wynagrodzeń członków zarządów polskich spółek giełdowych. Jak wynika bowiem z statystyki giełdowej²⁰ z 249 spółek giełdowych (stan na początek sierpnia 2005 r.) aż 241 zadeklarowało wypełnianie zasad Dobrych praktyk w ogóle. Jednocześnie 37 spośród nich nie akceptuje spełniania zasady 39, natomiast

¹⁸ Por.: J. Szapiel, *Problemy agencji dotyczące kapitału a wynagrodzenia menedżerów w spółkach giełdowych*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. UŁ, Łódź 2004, s. 155–167.

¹⁹ Por.: *Code of Federal Regulations*, Title 17, vol. 2, Revised as of April 1, 2003, Sec. 229.402 (Item 402), Executive compensation.

²⁰ Zob.: www.gpw.com.pl/gpw.asp?cel=spolki giełdowe&k=64&i=/corporate/statystyka

17 spółek zasady nr 38 i 10 spółek zasady 36. Odsetek spółek giełdowych, które, deklarując wypełnianie zasad kodeksu etycznego, jednocześnie odmówiły spełniania zasad odnoszących się do wynagrodzeń menedżerów, głównie zaś zasady 39, jest jednym z największych. Zasada nr 39 zajmuje piąte miejsce wśród najmniej akceptowanych przez spółki giełdowe zasad Dobrych praktyk. Pierwsze dwa miejsca (zasada nr 20 wskazań 187 i zasada 28 wskazań 167 spośród 241 spółek) zajmują zasady dotyczące pracy rady nadzorczej, w szczególności zaś liczby i sposobu powoływania członków niezależnych do rady oraz wyodrębniania w strukturze rady nadzorczej komitetów. Z kolei miejsce 3 i 4 na liście najmniej aprobowanych i przyjmowanych przez spółki giełdowe zasad zajmują zasady nr 9 i 14, które odnoszą się do dobrych praktyk zwoływania i przebiegu walnych zgromadzeń. W stosunku do żadnej zasady dotyczącej pracy zarządów nie obserwuje się tak wyraźnego oporu spółek (wskazania w przedziale 1–5) przed ich stosowaniem, jak w przypadku zasad odnoszących się do wynagrodzeń członków zarządu.

Częścią mechanizmu etycznego, opartego na zasadzie stosuj lub wyjaśnij, jest sankcja upowszechnienia informacji o niestosowaniu się spółki do określonej zasady i wyjaśnienia przyczyn, dla których jej nie przestrzega. Spółki kwestionujące celowość stosowania się do zasad dotyczących wynagrodzeń menedżerów w różny sposób uzasadniają swoją decyzję. Wśród najczęściej wymienianych przez spółki argumentów przemawiających za odrzuceniem tych zasad występuje przekonanie, iż obowiązujące uregulowania prawne w wystarczający sposób zabezpieczają prawo inwestorów do informacji o spółkach, w tym także dotyczących wynagrodzeń menedżerów. Spółki podkreślają też dużą pracowitość w rzetelnym ustosunkowywaniu się do zasad.

Trudno zgodzić się z argumentacją spółek giełdowych przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze dlatego, że przeprowadzona wcześniej analiza polskich uregulowań prawnych dotyczących wynagrodzeń członków zarządów spółek giełdowych wyraźnie unaoczniała „pustynię” prawną w tej mierze; zakres informacji o polityce wynagrodzeń menedżerów w spółkach giełdowych, które mogą uzyskać inwestorzy na podstawie przepisów prawnych, jest wyraźnie marginalny. Po drugie, argumentacja spółek giełdowych o rzekomych dużych nakładach pracy potrzebnych do wywiązywania się z obowiązków informacyjnych w zakresie wynagrodzeń menedżerów oraz przygotowania procedur i zasad programów motywacyjnych jest nieuzasadniona. Jak wykazano wcześniej, zachodnie spółki giełdowe już wcześniej i to znacznie w większym zakresie poddały się rygorom prawnym i moralnym dotyczącym omawianej materii. Presja regulatora państwowego, ale przede wszystkim osąd samego rynku (inwestorów) wyklucza praktyki spółek naruszające dobro spółki i jej inwestorów.

Można z dużym prawdopodobieństwem domniemywać, że stanowisko rodzimych spółek giełdowych, wyrażające się wyraźnym oporem w akceptowaniu zasad odnoszących się do wynagradzania menedżerów, jest pochodną dwóch kluczowych przesłanek. Pierwszą z nich jest niewątpliwie niska presja rynku kapitałowego, a ściślej brak inwestorów, którzy mogliby skutecznie przymuszać spółki do wywiązywania się z rygorów prawnych i etycznych odnoszących się do wynagradzania czołowych menedżerów. Na zachodnich rynkach kapitałowych taką rolę pełnią finansowi inwestorzy instytucjonalni, głównie fundusze emerytalne i inwestycyjne oraz banki. Na razie na naszym rynku kapitałowym wymienieni inwestorzy byli wobec poczynań spółek giełdowych wyraźnie bierni, choć może to się w niedalekiej przyszłości zmienić. Otóż z inicjatywy kilku pośredników finansowych działających na terenie naszego kraju doszło do opracowania ratingu spółek giełdowych w zakresie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, w tym także zasad dotyczących pracy i wynagradzania menedżerów²¹. Inwestorzy zamierzają w przyszłości wykorzystywać wyniki ratingu przy formułowaniu założeń polityki inwestycyjnej, opartej na akcjach polskich spółek giełdowych.

Drugim czynnikiem mogącym rzutować na postawę spółek giełdowych w zakresie przestrzegania norm prawnych i moralnych dotyczących wynagrodzeń menedżerów mogą być problemy agencji. Oportunizm czołowych menedżerów spółek giełdowych i problemy ze skutecznym nadzorem ich poczynań mogą odpowiadać za niskie wskaźniki akceptowalności i respektowania wymogów norm prawnych i społecznych²².

W konsekwencji jakość unormowań odnoszących się do wynagrodzeń menedżerów, ale też stopień przestrzegania tych unormowań przez spółki giełdowe decyduje o efektywności wynagrodzeń osób zarządzających kapitałami tych spółek.

EFEKTYWNOŚĆ WYNAGRADZEŃ W SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

Nie wdając się w rozważania terminologiczne, przyjmiemy, że efektywność jest to zależność między wynikami (rezultatami) a nakładami. W konsekwencji analiza efektywności wynagrodzeń będzie dla nas oznaczać ocenę wpływu wielkości wynagrodzeń czołowych menedżerów na wyniki z działal-

²¹ Por.: K. Ostrowska, *Instytucje finansowe wybrały spółki najbardziej godne zaufania*, Rzeczpospolita z 15 września 2005, s. B5

²² Por.: J. Szapiele, op.cit., s. 155–173.

ności spółki giełdowej, w szczególności zaś na jej wartość i korzyści osiągnane z akcji przez akcjonariuszy.

Badania empiryczne prowadzone przez czołowych przedstawicieli teorii agencji do końca lat 90. jednoznacznie wskazują na niską korelację między wysokością wynagrodzenia a efektywnością firmy mierzoną wartością firmy²³. W ramach tych badań znacznie silniejsze związki stwierdzono między poziomem wynagrodzenia i rozmiarami firmy. Dopiero nowsze badania (lata 2000–2002) prowadzone głównie przez J. S. Ang'a, R. Zinglesa, F. W. Westona, J.A. Siu, A. Johnsona pokazują, że efektywność firmy wyliczana dla jej akcjonariuszy, staje się kluczową determinantą poziomu wynagrodzeń menedżerów²⁴. W sytuacji, gdy w 2001 r. ceny akcji amerykańskich spółek giełdowych spadły o blisko 22%, wynagrodzenia czołowych menedżerów obniżyły się średnio o 43% do poziomu 27,5 mln USD. Rok 2002 przy dalszych, już znacznie mniejszych spadkach kursów akcji, przyniósł kolejne obniżki uposażeń menedżerów; przeciętne wynagrodzenie prezesa zarządu w 100 największych spółkach giełdowych w tym okresie wynosiło 15,7 mln USD i spadło o 23%, natomiast średnie zarobki prezesa jednej z 30 spółek z indeksu Dow Jones Industrial Average wynosiły 16,4 mln USD i spadły o 25%, natomiast w 500 przedsiębiorstwach objętych indeksem giełdowym Standard & Poor's wynagrodzenia prezesów spadły przeciętnie o 9,9%, do poziomu 7,1 mln USD.

Jakkolwiek można na podstawie badań przeprowadzonych przez przedstawicieli teorii agencji zauważyć związek między poziomem wynagrodzeń a zyskiem netto i kursem akcji spółki, to jednocześnie trzeba pamiętać, że nie zawsze tempo zmian poziomu wynagrodzenia jest zgodne z tempem zmiany kursu akcji, wyznaczającym stopień korzyści dla akcjonariuszy. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 1, gdy dynamika kursu akcji jest ujemna to dynamika zmniejszania uposażeń menedżerów jest porównywalna do stopnia obniżki korzyści inwestorów, natomiast przy dodatniej dynamice kursu akcji wynagrodzenia menedżerów przyrastają szybciej niż korzyści akcjonariuszy. Te związki zachodzące między tempem zmian wynagrodzeń i tempem zmian kursu akcji pozwalają sądzić, że szefowie spółek ujętych w tabeli 1 byli motywowani opcjami, albowiem w przypadku spadku kursu akcji menedżerowie

²³ Chodzi tu w szczególności o badania empiryczne prowadzone przez Jensena, Murphy'ego, Shleifera i Vishny'ego. W szczególności należałoby tutaj przywołać wyniki badań Jensena i Murphy'ego, ujęte w pracy pod tytułem: *Performance pay and top-management incentives*, Journal of Political Economy 1999, No. 98.

²⁴ Por.: J. S. Ang, J. Wuh Lin, *Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Finance 2002, vol. 55, No. 1, s. 81–106; F. Weston, J. A. Siu, B. A. Johnson, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Upper Saddle River, NJ, Prentice Hall 2003.

tracą na wartości opcji porównywalnie z akcjonariuszami, natomiast przy wzroście kursu akcji korzyści z opcji rosną o wiele szybciej niż korzyści akcjonariuszy.

Tabela 1. Procentowa zmiana wynagrodzeń menadżerów i kursu akcji wybranych amerykańskich spółek giełdowych

LISTA MENADŻERÓW, KTÓRYCH WYNAGRODZENIE CHARAKTERYZOWAŁO SIĘ NAJWIĘKSZĄ DYNAMIKĄ WZROSTU („ZWYCIĘZCY”) I SPADKU („PRZEGRANI”)	PROCENTOWY WZROST/ SPADEK WYNAGRODZENIA W 2001 R. W STOSUNKU DO 2000 R.	PROCENTOWY WZROST/ SPADEK KURSU AKCJI W 2001 R. W STOSUNKU DO 2000 R.
ZWYCIĘZCY		
1. Henry Silverman Cendant	164%	104%
2. Louis Gerstner IBM	59%	33%
3. Robert Fuld J.R. Lehman Brothers	39%	24%
4. Jeffrey Barbakow Tenet Healthcare	204%	78%
5. Henry Dugues First Data	65%	49%
6. Steve Jobs Apple Computer	975%	40%
7. Howard Salomon Forest Laboratories	89%	34%
9. Robert Walter Cardinal Health	99%	43%
PRZEGRANI		
1. Lawrence Ellison Oracle	-58%	-57%
2. Jozef Straus JDS Uniphase	-87%	-90%
3. John Chambers Cisco Systems	-85%	-72%
4. Scott McNealy Sun Microsystems	-70%	-65%
5. Micheal Eisner Walt Disney	-100%	-51%
6. Dan Warmenhoven Network Appliance	-71%	-70%
7. Irwin Jacobs Qualcomm	-38%	-33%
8. Doug Berthiaume Walters	-67%	-54%
9. William Roelandts Xilinx	-65%	-58%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Standard & Poor's, EXECUCOMP, Bloomberg Financial Markets za rok 2001 i 2002.

Zgodnie z jedną z głównych tez teorii agencji, im wyższe wynagrodzenie otrzymują menedżerowie, tym bardziej są zmotywowani do działania zgodnego z interesem akcjonariuszy. Praktyka spółek giełdowych nie potwierdza tego. Jak wynika z zawartego w tabeli 2 porównania zarobków szefów amerykańskich spółek giełdowych z korzyściami uzyskiwanymi z akcji przez akcjonariuszy, prezesi którzy na przestrzeni lat 1999–2000 zarobili stosunkowo najmniej, przysporzyli swoim akcjonariuszom największych korzyści z akcji. Z kolei w przypadku prezesów, którzy w tym okresie zapewnili sobie najwyższe wynagrodzenia, można wykazać, że bardziej dbali o własne dochody niż o dobro (zwrot z inwestycji w akcje) akcjonariuszy spółki. Dane zawarte w tabeli 2 pozwalają także poczynić pewne uwagi, co do polityki wynagrodzeń stosowanej w spółkach objętych tabelą. Niewątpliwie spółki giełdowe, których

szefowie zarobili w tym okresie najwięcej, wykorzystywały w bardzo dużym stopniu opcje, jako formę bodźcowego oddziaływania na menedżerów.

Tabela 2. Zwrot z inwestycji w akcje danej spółki na tle zarobków jej szefa

LISTA MENADŻERÓW, KTÓRZY PRZYSPOZYLI AKCJONARIUSZOM NAJWIĘKSZYCH I NAJMNIEJSZYCH KORZYŚCI (ZWROTU) Z INWESTYJCJI W AKCJE	ŁĄCZNY ZAROBEK* W MLN USD	ZWROT Z INWESTYCJI W AKCJE W % **
SZEFOWIE, KTÓRZY DALI AKCJONARIUSZOM NAJWIĘCEJ W STOSUNKU DO WŁASNYCH ZAROBKÓW:		
1. B. Wayne Hughes Pablic Storage	0,3	47%
2. Mark Levin Millennium Pharmaceuticals	1,7	279%
3. George Perlegos Atmel	1,3	92%
4. Dane Miller Biomet	1,2	75%
5. Irwin Jacobs Qualcomm	5,8	680%
SZEFOWIE, KTÓRZY DALI AKCJONARIUSZOM NAJMNIEJ W STOSUNKU DO WŁASNYCH ZAROBKÓW:		
1. Lawrence Ellison Oracle	795,1	92%
2. John Chambers Cisco Systems	279,3	-22%
3. Peter Karmanos J. R. Compuware	93,9	-70%
4. Luis Gerstner IBM	303,2	33%
5. Dennis Kozlowski Tyco Intl.	331,9	57%

* pensja, premia i wynagrodzenie długoterminowe w latach podatkowych 1999, 2000

** kurs akcji z 31 grudnia 2000 r. powiększony o dywidendy reinwestowane w okresie trzylecia, podzielony przez kurs akcji z 31 grudnia 1998 r.

Źródło: Standard & Poor's, EXECUCOMP, Bloomberg Financial Markets, 2002, s. 3-4

Poziom wynagrodzenia wypłaconego w polskich spółkach giełdowych często nie koresponduje z wynikami finansowymi oraz korzyściami z akcji dla akcjonariuszy. Mimo pogorszenia się wyników finansowych (np. zysku netto) w wielu najlepiej płacących spółkach notuje się wzrost wynagrodzeń. W sytuacji, gdy osiągnęte wyniki finansowe ulegają poprawie, to dynamika wzrostu wynagrodzeń często przewyższa tempo wzrostu zysku netto firmy. Do stosunkowo rzadkich natomiast należą sytuacje, w których pogorszenie sytuacji finansowej wiąże się dla menedżerów z pobieraniem niższych wynagrodzeń. W polskich spółkach giełdowych odnotowujących za 2004 r. stratę, przeciętne wynagrodzenie miesięczne wynosiło 120,3 tys. zł., natomiast w spółkach odnotowujących zysk do 100 mln 58,1 tys. zł, a powyżej 100 mln nieco powyżej 150 tys.²⁵ Powyższe zależności prześledzić można na przykładzie kilku spółek giełdowych (patrz tabela 3).

²⁵ A. Burak, Podwyżki dla prezesów, Rzeczpospolita z 2005, nr 21, s. B3.

Tabela 3. Wynagrodzenie zarządu największych polskich spółek giełdowych w latach 2000–2002 w mln zł

SPÓŁKA	Rok 2000	Rok 2001	Rok 2002
Telekomunikacja Polska	5,3	7,3	10,5
Pekao	9,2	7,0	8,9
PKN Orlen	3,3	6,8	11,4
BZ WBK	2,6	5,9	8,7
KGHM	12,3	11,3	12,4
Żywiec	3,4	4,0	4,5

Źródło: S. Karpiński, T. Świderek, *Spółki giełdowe. Jak wynagradzać zarządy i rady nadzorcze*, Rzeczpospolita 2002, nr 146, s. B7.

Jak wynika z danych zaprezentowanych w tabeli 3 wynagrodzenia menedżerów polskich spółek objętych badaniem na ogół zwiększyły się na przestrzeni lat 2000–2002. Jednak często za dodatnią zmianą wynagrodzeń nie następowały pozytywne zmiany w sytuacji finansowej firmy i w konsekwencji w rentowności inwestycji dla akcjonariuszy (patrz tabela 4).

Tabela 4. Podstawowe wskaźniki rentowności spółek giełdowych w latach 2000–2002

SPÓŁKA	ROE 2000 R.	ROE 2001 R.	ROE 2002 R.	ROA 2000R.	ROA 2001 R.	ROA 2002 R.
TP S.A.	9,1%	14,7	10,2%	4,3%	6,0%	6,3%
Pekao	12,4%	17,6%	20,5%	0,2%	1,1%	1,8%
PKN Orlen	14,3%	10,6%	4,9%	8,3%	5,6%	2,7%
BZ WBK	b.d.	13,4%	9,3%	b.d.	0,8%	0,6%
KGHM	2,8%	1,9%	1,6%	2,3%	0,14%	0,09%
Żywiec	10,0%	5,5%	5,1%	8,7%	4,7%	4,2%

Źródło: *Raport o spółkach 2000*, Rzeczpospolita z 2000, nr 113, s. B1; *Wyniki spółek giełdowych za okres 2001–2002*, Rzeczpospolita 2002, nr 41, s. B4; A. Łakoma, *Płace według efektów?*, Rzeczpospolita 2002, nr 217, s. B1.

ZAKOŃCZENIE

Instytucje mogą mieć wymiar prawny, ale także ekonomiczny. W ekonomicznym rozumieniu instytucji wyodrębnia się ich dwie zasadnicze formy, a mianowicie: normy prawne i normy społeczne (moralne).

Institucje mogą spełniać różne funkcje. Na charakter funkcjonalny instytucji można spojrzeć poprzez pryzmat funkcji ogólnych lub szczegółowych. Funkcją ogólną instytucji jest umożliwienie, stworzenie warunków dla działalności podmiotów gospodarczych. Funkcje szczegółowe instytucji ekonomicznych mogą sprowadzać się do różnych wymiarów. Jednym z bardziej istotnych jest poprawa przejrzystości informacyjnej na rynku.

Institucje rynku kapitałowego, odnoszące się do wynagradzania menedżerów spółek giełdowych, mogą powstawać w dwojaki sposób. Pierwszy zakłada, iż instytucje dotyczące transparentności informacyjnej wynagrodzeń menedżerów są projektowane i tworzone przez ośrodek(i) władzy i nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Drugi sposób opiera się na założeniu interesu własnego uczestników rynku kapitałowego i uwzględnia powstawanie instytucji z inicjatywy samych uczestników. W konsekwencji instytucje odnoszące się do przejrzystości w sferze wynagrodzeń menedżerów spółek notowanych na giełdzie, jako segmencie regulowanego rynku kapitałowego, mogą przybrać formę norm prawnych i norm społecznych. Takie rozstrzygnięcie co do charakteru unormowań dotyczących wynagradzania zarządców spółek giełdowych przesądza o ekonomicznym, a nie prawnym, rozumieniu i stosowaniu instytucji w obrębie rynku giełdowego. Przy czym, tak jak to przewidział North, następuje efekt scalania i komplementarności norm prawnych i moralnych.

Zastanawia to, że w polskim systemie nadzoru i kontroli nad rynkiem kapitałowym, który jest w dużym stopniu zbieżny z rozwiązaniami amerykańskimi, tak ograniczoną rolę odgrywają normy prawne dotyczące wynagradzania menedżerów spółek giełdowych. Zważywszy dodatkowo na to, że w warunkach polskich praktycznie nie występuje tradycja poddania się sankcji moralnej, można śmiało powiedzieć, że nie wydaje się możliwe, aby w najbliższej przyszłości zwiększył się wymiar transparentności informacyjnej wynagrodzeń członków zarządów polskich spółek giełdowych. Może to w negatywny sposób wpływać na efektywność wynagrodzeń menedżerów mierzoną wzrostem wartości spółki giełdowej i korzyści dla jej akcjonariuszy.

**INSTITUTIONAL TRANSFORMATIONS IN THE INFORMATIONAL SPHERE OF CAPITAL
MARKET AND THE EFFECTIVENESS OF REMUNERATING MANAGERS
IN STOCK EXCHANGE COMPANIES**

SUMMARY

The subject of this paper is the changes of institutions relating to the managerial compensation in corporations. The author tries to prove in particular the effect of institutional changes on the efficiency of managerial compensations, which is measured by the value of the corporation's shares and the shareholders gains.