

ANNA WIERZBICKA

## KONFLIKT POMIĘDZY INTERESEM SPÓŁKI AKCYJNEJ A INTERESEM AKCJONARIUSZY I PRÓBY ICH NIWELOWANIA ZA POMOCĄ ZASAD *CORPORATE GOVERNANCE*

### WSTĘP

Spółka akcyjna została obdarzona przez prawodawcę osobowością prawną, który nie sprecyzował jednak pojęcia interesu spółki, wobec czego doktryna zdefiniowała go jako realizacja celu, dla którego dana spółka powstała. Ponadto, doktryna zwraca uwagę na jeszcze jeden element, a więc fakt, że interes spółki handlowej jest wypadkową interesów wszystkich grup jej współników z uwzględnieniem zastrzeżonego w umowie lub w statucie spółki wspólnego celu, do osiągnięcia którego wspólnicy zobowiązali się dążyć. Jednocześnie interes spółki nie powinien być utożsamiany ani z interesem akcjonariusza większościowego, ani też z ochroną interesów akcjonariusza mniejszościowego, gdyż obie grupy mogą kierować się swoimi priorytetami, które nie zawsze będą zgodne z dobrem samej spółki<sup>1</sup>.

Ze względu na różnice interesów podmiotów zaangażowanych w działanie spółki może dochodzić między nimi do konfliktów, które osłabiają wizerunek spółki, a przez to również mogą negatywnie wpłynąć na jej wyniki finansowe. Z tego względu podejmowane są próby niwelowania, a nawet zapobiegania ich powstawaniu. Próby ochrony interesu wszystkich interesariuszy i zapobieganie nadużyciom podejmuje się *corporate governance* poprzez zasady stanowiące fundament Kodeksów Dobrych Praktyk.

Celem niniejszego artykułu jest potwierdzenie tezy, w myśl której zasady *corporate governance* skutecznie niwelują konflikty pomiędzy interesem spółki

---

<sup>1</sup> Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 5 listopada 2009 r. (I CSK 158/09, OSNIC nr 4/2010).

akcyjnej a interesem akcjonariuszy, jak również łągodzą odmiennosc interesów poszczególnych grup interesariuszy.

## SPÓŁKA AKCYJNA JAKO SKUPIENIE WIELU GRUP INTERESÓW

W obrębie każdego podmiotu gospodarczego obserwujemy krzyżowanie się wielowymiarowych celów gospodarczych, społecznych i jednostkowych dotyczących poszczególnych grup interesariuszy budujących wewnętrzne struktury tego podmiotu lub tworzących jego otoczenie<sup>2</sup>. Według takiego kryterium możemy wyróżnić dwie grupy interesów: wewnętrznych i zewnętrznych. Do pierwszych zaliczamy kierownictwo, pracowników, związki zawodowe. Druga grupa obejmuje dostawców, odbiorców, konkurentów, kredytodawców, organy podatkowe, rząd, inwestorów<sup>3</sup>, w tym również akcjonariuszy większościowych i mniejszościowych.

Rysunek 1 prezentuje hierarchię celów, którymi kierują się grupy interesariuszy zaangażowanych w funkcjonowanie spółki. Każda z zaprezentowanych grup wywiera wpływ na kształt, strukturę i strategię działania przedsiębiorstwa. K. Obój postuluje postrzeganie interesariuszy, inaczej *stakeholders*, jako instytucje i organizacje, które z jednej strony mają swoją stawkę w działaniu przedsiębiorstwa, w jej decyzjach i efektach, z drugiej zaś są w stanie wyrzucić presję na daną organizację<sup>4</sup>. Z kolei T. Kafel charakteryzuje interesariuszy za pomocą następujących cech<sup>5</sup>:

- obustronną zależnością pomiędzy podmiotem a partnerami, która niekoniecznie musi być zrównoważona, co oznacza, iż jedna ze stron dysponuje większą siłą oddziaływania;
- przedsiębiorstwo może być uzależnione od partnera, który odgrywa istotną rolę w kwestii jego istnienia;
- partnerzy są uzależnieni od podmiotu moralnie i prawnie, pozostają pod jego wpływem;
- siła zależności między podmiotem a partnerem może ulec zmianie w czasie;
- relacje opierają się na uzasadnionych prawem żądaniach, oczekiwaniach, dążą do ich zaspokojenia lub osłabienia.

<sup>2</sup> J. Engelhardt (red.), *Ekonomika przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011, s. 31.

<sup>3</sup> G. Donaldson, J. W. Lorsch, *Decision Marketing at the Top: The Shaping of Strategic Direction*, Basic Books, New York 1983, s. 37–40, [za:] T. Gołębiewski, *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2008, s. 105.

<sup>4</sup> K. Obój, *Strategia organizacji*, PWE, Warszawa 1998, s. 75.

<sup>5</sup> T. Kafel, *Metodologiczne aspekty analizy mikrootoczenia organizacji*, Zeszyty Naukowe nr 554, AE w Krakowie, Kraków 2000.

Spółka	Menedżerowie: - wzrost sprzedaży, - wzrost wartości rynkowej spółki, - brak wahań finansowych.
	Pracownicy: - rozwój zawodowy, - stabilne zatrudnienie, - wzrost wynagrodzenia
	Dostawcy: - terminowe wywiązywanie się z zobowiązań spółki, - długotrwała współpraca
	Kredytodawcy: - odpowiedzialna polityka finansowa spółki uwzględniająca interes instytucji kredytowej, - terminowa spłata zobowiązań, - przedstawienie wiarygodnych danych sprawozdawczych
	Klienci: - szeroki wybór produktów odpowiadających ich oczekiwaniom, - profesjonalna obsługa i poważne potraktowanie ich oczekiwań
	Akcjonariusze: - osiągnięcie możliwie najwyższego zysku z wniesionego kapitału bez konieczności zaangażowania własnej pracy i czasu, - udostępnianie rzetelnych i wyczerpujących informacji, - kompetentne zarządzanie, - przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego,
	Rząd: - przyczynienie się do rozwoju gospodarczego kraju, - przestrzeganie prawa i norm etycznych, - terminowe wywiązywanie się z zobowiązań publiczno-prawnych
Spółeczność lokalna: - inwestycje w infrastrukturę lokalną, - zatrudnienie społeczności lokalnej, - zasilenie budżetu, - rozwój regionu, - promowanie rozwoju społeczno-kulturowego regionu	

Rysunek 1. Cele grup interesariuszy oddziałujących na funkcjonowanie spółki akcyjne

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 55–56.

Wypracowanie kompromisu między bardzo często sprzecznymi oczekiwaniami interesariuszy jest zadaniem trudnym, a niekiedy niemożliwym. W celu osiągnięcia sukcesu spółka budując politykę strategiczną powinna uwzględnić taki katalog priorytetów, który uwzględniałby charakter gospodarki, obowiązujące normy prawne, aktywność organów spółki, system motywowania i na-

gradzania pracowników, jak również strukturę akcjonariatu i możliwość sprawowania nadzoru<sup>6</sup>. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez J. Jeżaka i L. Bohdanowicza największym wpływem na decyzje podejmowane przez zarząd spółki dysponują kapitałodawcy, szczególnie akcjonariusze większościowi. Zaangażowanie znacznych zasobów kapitałowych oferuje im silniejszą pozycję, która może prowadzić do nadużyć kosztem pozostałych grup<sup>7</sup>. Najślabszą grupą interesariuszy mogą być akcjonariusze mniejszościowi, którzy narażeni mogą być na zjawisko „asymetrii informacji” i „racjonalnej apatii”<sup>8</sup>.

## INTERES SPÓŁKI A INTERESY AKCJONARIUSZY

Pojęcie interes spółki nie posiada legalnej definicji, aczkolwiek sam termin „interes” bywa używany w środowisku prawniczym, ekonomicznym, jak również w znaczeniu potocznym. W konsekwencji interes spółki może być rozumiany jako dążenie do realizacji celu, w jakim dana spółka została powołana. Ustawodawca formułując definicję spółki akcyjnej określił jedynie, że zawiązać spółkę akcyjną może jedna albo więcej osób<sup>9</sup> nie precyzując celu, w jakim spółka akcyjna może być założona. W takiej formie organizacyjno-prawnej obowiązuje dominacja kapitału nad osobami, aczkolwiek w spółce akcyjnej rola dostarczyciela kapitału i zarządzającego nim jest rozdzielona. Właściciele dysponują co prawda formalną kontrolą nad spółką, aczkolwiek sprawowanie jej zostało powierzona kadrze menedżerskiej. Przyczyna oddzielenia własności od kontroli leży w znacznej liczbie rozdrobnionych akcjonariuszy, wśród których następuje brak komunikacji, a przez to również realnego wpływu na działania podejmowane przez spółkę<sup>10</sup>.

Skomplikowana konstrukcja spółki akcyjnej oraz znaczna ilość zaangażowanych w jej funkcjonowanie podmiotów może stwarzać obszar potencjalnych

---

<sup>6</sup> J. Jeżak, *Ead korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 230.

<sup>7</sup> J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, [w:] *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, część II, rozdz. 2, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2005, s. 102.

<sup>8</sup> M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Corporate governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006, s. 26

<sup>9</sup> *Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych* (Dz.U. 2000 nr 94 poz. 1037 z późn. zm.), art. 301.

<sup>10</sup> J. Jeżak, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2005, s. 20.

konfliktów, w tym m.in. pomiędzy interesem spółki a akcjonariatem większościowym i mniejszościowym, jak również bezpośrednio pomiędzy nimi. Niemniej jednak, spółka akcyjna posiada własną strefę interesów zarówno ze względu na przyznaną jej osobowość prawną, jak również oddzielony od akcjonariatu jej własny majątek. Potrzeba przyjęcia interesu spółki, który byłby odrębny od interesu akcjonariatu, jest szczególnie istotna uwzględniając okres długoterminowy. Ewentualne zmiany w składzie akcjonariatu, zbywalność akcji, znaczna liczba podmiotów tworzących akcjonariat mogłoby niekorzystnie wpłynąć na funkcjonowanie spółki<sup>11</sup>. Doktryna zauważa, że interes spółki handlowej jest wypadkową interesów wszystkich grup jej współników z uwzględnieniem zastrzeżonego w umowie lub w statucie spółki wspólnego celu, do osiągnięcia którego wspólnicy zobowiązali się dążyć. Jednocześnie interes spółki nie powinien być utożsamiany ani z interesem akcjonariusza większościowego, ani też z ochroną interesów akcjonariusza mniejszościowego, gdyż obie grupy mogą kierować się swoimi priorytetami, które nie zawsze będą zgodne z dobrem samej spółki<sup>12</sup>.

Pojęcie „interes spółki” zostało przybliżone w zapisach „Dobrych praktyk w spółkach publicznych 2005”: „...podstawowym celem działania władz spółki jest realizacja interesu spółki, rozumianego jako powiększanie wartości powierzonego jej przez akcjonariuszy majątku, z uwzględnieniem praw i interesów innych niż akcjonariusze podmiotów, zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, w szczególności wierzycieli spółki oraz jej pracowników”<sup>13</sup>. Zgodnie z zapisem zawartych w nim zasad ustalając interes spółki należy uwzględnić w długoterminowej perspektywie interesy akcjonariuszy, wierzycieli, pracowników spółki oraz innych podmiotów i osób zaangażowanych w jej funkcjonowanie.

## **INTERES AKCJONARIUSZY WIĘKSZOŚCIOWYCH A INTERESY AKCJONARIATU MNIEJSZOŚCIOWEGO**

Potrzeba zapewniania ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych podyktowana jest podstawową zasadą obowiązującą w spółce akcyjnej, tj. zasadą rządów większości. Przyjęcie zasady większości głosów wynika z zagwarantowania spółce sprawniejszego podejmowania decyzji, co byłoby nieosiągalne

---

<sup>11</sup> D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2007, s. 55.

<sup>12</sup> Wyrok Sądu Najwyższy z dnia 5 listopada 2009 r. (I CSK 158/09, OSNIC nr 4/2010).

<sup>13</sup> Komitet Dobrych Praktyk, *Forum Corporate Governance, Dobrych praktyk w spółkach publicznych 2005*, Warszawa 2004, s. 2.

w przypadku kierowania się zasadą jednomyślności<sup>14</sup>. Ponadto chroni interes spółki przed złośliwym blokowaniem przez poszczególnych udziałowców podejmowania uchwał przy wymaganej jednomyślności. Z drugiej jednak strony sprawia, iż decydujący wpływ na realizację polityki spółki posiada akcjonariusz większościowy, który kierując się własnym interesem może nadużywać swojej pozycji wobec akcjonariuszy mniejszościowych. Kodeksowy zapis mówiący o jednakowym traktowaniu współników lub akcjonariuszy w takich samych okolicznościach nie daje akcjonariuszom różnorodnej pozycji. Zakres praw, jaki im przysługuje, wynika z liczby akcji, które posiadają. Wobec tego obok zasady równości głosów mamy do czynienia z zasadą proporcjonalności. Z jednej strony rozwiązanie to wydaje się logicznie uzasadnione – zakres praw jest proporcjonalny do wielkości zaangażowanego kapitału, z drugiej strony, nie może to pozbawiać jakichkolwiek uprawnień drobnym akcjonariat.

Najczęstsze formy naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych dotyczą ukrywania przed akcjonariuszami kluczowych informacji, przejęcia kontroli nad spółką bez wykupienia akcjonariuszy mniejszościowych. Wśród kolejnych zwrócono uwagę na płacenie po nabyciu pakietu kontrolnego zaniżonych cen akcjonariuszom mniejszościowym w procesie wykupywania spółki oraz utrudnianie wykonywania praw akcjonariuszy mniejszościowych m.in. poprzez zmiany terminu walnego zgromadzenia i przesuwanie terminu obrad, kwestionowanie prawa głosu i inne<sup>15</sup>.

W przypadku braku możliwości dochodzenia przez akcjonariuszy mniejszościowych swoich praw jedynym rozwiązaniem, jakie im pozostaje, jest wyzbycie się akcji, co bywa określane jako „głosowanie nogami.” Rozwiązanie takie jest niekorzystne zarówno dla akcjonariusza, który często sprzedaje akcje po zaniżonej wartości, jak również dla samej spółki, gdyż odplywa z niej kapitał, a informacje o konfliktach w jej strukturach nie działają zachęcająco do lokowania w niej kapitału.

Według D. Wajdy „...regulacje chroniące interes drobnym akcjonariuszy równoznaczne są ze stworzeniem ram działania akcjonariatu większościowego”<sup>16</sup>. Analiza regulacji kodeksu spółek handlowych w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wskazuje, iż nie istnieją zasady chroniące drobnym akcjonariuszy, aczkolwiek istnieją zasady ograniczające zasady większości, co w sposób pośredni oddziałuje na akcjonariat mniejszościowy. Należy jednak

---

<sup>14</sup> J. Okolski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, Przegląd Prawa Handlowego, czerwiec 2005, s. 4–5.

<sup>15</sup> M. Dzierżanowski, *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, IBnGR, Gdańsk 2002.

<sup>16</sup> D. Wajda, op. cit., s. 11.

mieć na uwadze, że zagwarantowanie odpowiedniego poziomu zabezpieczenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych nie powinno nadmiernie ograniczać praw i interesów zarówno samej spółki, jak i interesu akcjonariusza większościowego. Nie można także dopuścić do nadużywania uprawnień przez pojedynczego akcjonariusza, którego działania dążą do sparaliżowania prawidłowego działania spółki lub też realizacji jego osobistych korzyści majątkowych<sup>17</sup>.

Brak dostatecznej regulacji prawnej w aspekcie ochrony interesów akcjonariatu mniejszościowego uzasadnia potrzebę wypracowania norm, które wypełniłyby tę lukę, co czynią kodeksy dobrych praktyk. Należy jednak pamiętać, iż kodeksy dobrych praktyk są pozbawione mocy prawnej, co przez środowisko prawne jest postrzegane jako wyraz „deregulacji i uelastycznienia” reguł działania rynku kapitałowego<sup>18</sup>. Posiadając rangę wyłącznie postulatywną wyznaczają one pożądany kierunek zmian w praktyce zarówno prawnej, jak i gospodarczej. Określa się je mianem regulacji *soft law*, która egzekwowana jest za pomocą mechanizmów rynkowych.

## **CORPORATE GOVERNANCE JAKO PRÓBA ICH NIWELOWANIA**

Zjawisko *corporate governance*, inaczej nadzoru korporacyjnego pojawiło się w związku z potrzebą łagodzenia napięć i konfliktów, które pojawiały się w spółkach akcyjnych. Przepisy prawa określają czynności, jakie należy podjąć w przypadku naruszenia praw którejkolwiek z grup interesariuszy. Nie określają jednak jakimi zasadami należy się kierować, aby sytuacji konfliktowych uniknąć. „Tymczasem chodzi o stworzenie takich mechanizmów zarządzania i kontroli w spółkach kapitałowych, które ujednolicią standardy ochrony praw akcjonariuszy, zapewniających wyższe bezpieczeństwo zainwestowanemu kapitałowi dla wszystkich inwestorów bez względu na reprezentowaną przez nich pozycję prawną w spółce”<sup>19</sup>. *Corporate governance* jest elementem, który z jednej strony uzupełnia lukę prawną, z drugiej zaś wychodzi naprzeciw realnym oczekiwaniom inwestorów.

*Corporate governance* można zdefiniować na wiele sposobów. Podejścia te są odmienne w zależności od uwarunkowań ekonomiczno-politycznych danego kraju, jak również od etapu ich rozwoju. A. Shleifer’a i R. Vishny postulują trak-

---

<sup>17</sup> P. Tamowicz, M. Dierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002, s. 4.

<sup>18</sup> A. Kidyba (red.), *Spółka akcyjna*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 569.

<sup>19</sup> *Ibidem*, s. 568.

towanie *corporate governance*, jako zbiór zasad mających na celu zapewnienie kapitałodawcom uzyskanie przychodów z zainwestowanych przez nich środków<sup>20</sup>. R. A. G. Monks i N. Minow jako znalezienie takiego sposobu na maksymalizację tworzenia bogactwa, który nie obarczałby całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami<sup>21</sup>. *Corporate governance* jest swoistym systemem, na który składają się instytucje prawne i ekonomiczne. Stoją one na straży prawidłowego i ekonomicznie efektywnego funkcjonowania przedsiębiorstw, niwelując potencjalne konflikty występujące pomiędzy zaangażowanymi interesariuszami<sup>22</sup>. A. Davis postrzega je z punktu widzenia godzenia indywidualnych ambicji z potrzebą zapewnienia wspólnego dobra wszystkich, zaangażowanych poprzez interesy jednostek<sup>23</sup>. International Social and Behavioral Science Dictionary wyjaśniając istotę ładu korporacyjnego podkreśla wagę „...najefektywniejszej dla spółki alokacji decyzji i praw kontroli, aby jednostki, które dysponują odpowiednimi kompetencjami i informacjami do podejmowania decyzji czuły się odpowiedzialne za pozostałych interesariuszy”. Dążąc do harmonizacji interpretacji „corporate governance” OECD tłumaczy to pojęcie jako sieć relacji pomiędzy kadrą zarządzającą spółkami, organami zarządzająco-nadzorczymi, akcjonariuszami i innymi interesariuszami, na podstawie których ustalane są cele spółki, środki ich realizacji, a także środki umożliwiające śledzenie osiąganych wyników<sup>24</sup>.

Zasady promowane w ramach *corporate governance* przez OECD dążą do ochrony interesów wszystkich grup *stakeholders* poprzez<sup>25</sup>:

- a) zapewnienie podstawy dla skutecznych ram nadzoru korporacyjnego, w tym promowanie przejrzystych i efektywnych rozwiązań, zagwarantowanie spełnienia wymogów prawnych i regulacyjnych, podejmowanie działań służących interesowi publicznemu, nadanie organom nadzorczym, regulacyjnym i wykonawczym odpowiednich kompetencji umożliwiających profesjonalne wywiązywanie się z obowiązków;
- b) ochronę praw akcjonariuszy i ułatwienie wykonywania ich praw, w tym zagwarantowanie praw akcjonariuszy do korzystania z praw właścicielskich – przenoszenia i zbywania akcji, terminowego otrzymywania istotnych informacji, wybierania i usuwania członków organów spółki, udziału

<sup>20</sup> A. Shleifer i R. Vishny, *A survey of Corporate Governance*, „The Journal of Finance” 1997, no. 2, June, s. 737.

<sup>21</sup> R. A. G. Monks, N. Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21<sup>st</sup> Century*, Cambridge 1996.

<sup>22</sup> K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 5–6.

<sup>23</sup> A. Davis, *A Strategic Approach to Corporate Governance*, Gower Publishing Limited, Gower 1997, s. VII.

<sup>24</sup> OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego*, 2004, s. 11.

<sup>25</sup> *Zasady corporate governance OECD*, Ministerstwo Skarbu Państwa 2004, s. 15–26.



- w zyskach, informowanie akcjonariuszy o zasadniczych zmianach w funkcjonowaniu spółki, zapewnienie możliwości uczestniczenia w głosowaniu na walnych zgromadzeniach;
- c) równoprawne traktowanie akcjonariuszy, w tym zagwarantowanie takich samych praw udziałowcom należącym do tej samej kategorii, ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, usuwanie utrudnień w głosowaniu przez inwestorów zagranicznych;
  - d) respektowanie praw wszystkich interesariuszy między innymi poprzez uznawanie praw interesariuszy wynikających zarówno z umów, jak i z przepisów prawa, zagwarantowanie rekompensaty w przypadku naruszenia ich praw, zwiększanie wyników spółki poprzez umożliwienie pracownikom uczestnictwa w procesach nadzoru korporacyjnego, terminowe i regularne informowanie interesariuszy o istotnych wydarzeniach i danych, umożliwienie pracownikom, organom przedstawicielskim zgłaszania wątpliwości co do etyki lub praworządności podejmowanych działań mogących zagrażać interesariuszom oraz skutecznego egzekwowania praw wierzycieli w przypadku ogłoszenia upadłości spółki;
  - e) gwarantowanie terminowej publikacji istotnych informacji dotyczących spółki poprzez ujawnianie informacji dotyczącej sytuacji finansowej, wyników, struktury właścicielskiej oraz nadzoru sprawowanego nad spółką, przygotowywanie sprawozdań, raportów zgodnie ze standardami rachunkowości, audytu i sposobu publikacji danych oraz zaangażowanie w przygotowanie sprawozdań osoby dysponującej odpowiednimi kompetencjami;
  - f) zapewnienie strategicznego, efektywnego monitorowania procesów zarządzania w wyniku zobowiązania organów do działania z należytą starannością, przy jednoczesnym zachowaniu interesu spółki, działania na podstawie precyzyjnych, istotnych i wartościowych informacji przekazywanych terminowo oraz stosowanie obiektywnych kryteriów oceny sytuacji spółki.

Wymienione powyżej zasady mają zastosowanie w dokumentach na poszczególnych szczeblach: międzynarodowym, czego przykładem mogą stanowić wytyczne OECD i Banku Światowego, narodowych – przy tworzeniu narodowych kodeksów dobrych praktyk oraz instytucjonalnych, zawartych w regulaminach giełdy oraz w kodeksach dobrych praktyk poszczególnych firm<sup>26</sup>.

Wdrażanie i respektowanie zasad *corporate governance* wpływa korzystnie na zarządzanie spółką, dzięki czemu nabiera ono większej przejrzystości, jasności i transparentności. Poprawie ulega jakość komunikacji spółki z inwesto-

---

<sup>26</sup> H. Wnorowski, *Ład korporacyjny a odpowiedzialność przedsiębiorstwa wobec interesariuszy*, [w:] Z. Pisz, M. Rojek-Nowosielska (red.), *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2008, s. 286.

rami. Oparte na zaufaniu i terminowym przedstawianiu rzetelnych informacji relacje z kapitałodawcami wpływa ją pozytywnie na napływ kapitału i obniżenie kosztu jego pozyskania. Rośnie system motywacji pracowników, którym stwarza się możliwość zgłaszania swoich spostrzeżeń. Spółki respektując zasady ładu korporacyjnego potwierdzają zrozumienie potrzeby zagwarantowania kontroli i nadzoru wszystkim grupom interesariuszy lokujących w przedsiębiorstwo kapitał rzeczowy, finansowy lub intelektualny, jak również skutków z tego wynikających. Zasady te postulują także równoprawne traktowanie akcjonariuszy. Oczywiście jest, że kompetencje akcjonariatu większościowego są szersze, co wynika z liczby akcji, którymi dysponują poprzez zaangażowanie kapitału o wyższej wartości. Ponoszą oni również większe ryzyko, co uprawnia ich do posiadania proporcjonalnie szerszych kompetencji przy koordynowaniu realizacji polityki spółki. Nie zmienia to jednak faktu, że wszyscy udziałowcy muszą zastać poinformowani o przysługujących im prawach. Powinni mieć zapewnioną ochronę przed nieuczciwością wspólników dysponujących kontrolnym pakietem akcji, a w przypadku naruszenia ich praw należy zapewnić im możliwość uzyskania faktycznej rekompensaty.

Zasady *corporate governance* umożliwiają wyważenie interesów poszczególnych grup, w tym również pomiędzy interesami samej spółki a interesami akcjonariuszy, jak również pomiędzy interesami akcjonariatu większościowego a akcjonariuszami mniejszościowymi. Wszystkie zaangażowane w funkcjonowanie spółki grupy są istotne dla działalności spółki i prawidłowej realizacji przyjętej przez nią strategii. Znalezienie kompromisu pomiędzy interesem wszystkich grup pozwala zapewnić spółce jej prawidłowe funkcjonowanie i przyjazne relacje pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy.

Niepowtarzalnym argumentem w związku z zainteresowaniem przez inwestorów wysokim standardem *corporate governance* są wyniki. Spółki gwarantujące wysoki standard *corporate governance* mogą liczyć na dodatkową premię z tego tytułu, sięgającą ok. 22–29%. Przy założeniu, że ten aspekt jest uwzględniany przez ok. 73–76% inwestorów, potwierdza to jego znaczenie<sup>27</sup>.

## ZAKOŃCZENIE

Spółka akcyjna ze względu na wyjątkowo skomplikowaną strukturę jest szczególnie narażona na konflikty pomiędzy zaangażowanymi w jej strukturę grupami interesariuszy. Rozwiązania kodeksowe wskazują, jakie kroki należy podjąć, jeśli doszło do naruszenia praw. Z kolei zasady *corporate governance*

<sup>27</sup> <http://ww1.mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corp-governance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>, 14.10.2012.

pomagają wypracować taki układ reguł, który łagodziłby napięcia i konflikty, a nawet im zapobiegał.

Wdrożenie zasad *corporate governance* może pomóc rynkowi kapitałowemu pokonać jego ułomności, m.in. niedostateczną ochronę interesariuszy oraz nieprzestrzeganie praw akcjonariuszy mniejszościowych. Ze względu na możliwość narzucania przez większość akcjonariuszom mniejszościowym decyzji, znaczenia nabiera ochrona tych słabszych. Niewystarczającym narzędziem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych jest pozostawienie im jedynej drogi wyrażenia niezadowolenia poprzez zbycie posiadanych udziałów. Takie rozwiązanie negatywnie wpływałoby na wizerunek danej spółki i możliwość pozyskiwania przez nią kapitału. Ponadto, mogłoby to prowadzić do zmajoryzowania przedsiębiorstwa, czemu ustawodawca stara się zapobiec zapewniając inne instrumenty chroniące interes mniejszości. Analiza ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wykazuje, że coraz więcej spółek zachęconych kapitałem nawet drobnych inwestorów zdaje sobie sprawę z potrzeby wdrażania zasady nadzoru korporacyjnego i potrzeby respektowania ich praw.

## BIBLIOGRAFIA

- Cejmer M., Napierała J., Sójka T., *Corporate governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.
- Davis A., *A Strategic Approach to Corporate Governance*, Gower Publishing Limited, Gower 1997.
- Dzierżanowski M., *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Engelhardt J. (red.), *Ekonomika przedsiębiorstw*, wyd. CeDeWu.pl, Warszawa 2011.
- Gołębiowski T., *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2008. <http://ww1.mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corpgovernance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>, 14.10.2012r.
- Jeżak J., Bohdanowicz L., *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2005.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Jeżak J., *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2005.
- Kafel T., *Metodologiczne aspekty analizy mikrootoczenia organizacji*, Zeszyty Naukowe nr 554, AE w Krakowie, Kraków 2000.
- Kidyba A. (red.), *Spółka akcyjna*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.
- Komitet Dobrych Praktyk, Forum Corporate Governance, *Dobrych praktyk w spółkach publicznych 2005*, Warszawa 2004.

- Monks R. A. G., Minow N., *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21<sup>st</sup> Century*, Cambridge 1996.
- Obój K., *Strategia organizacji*, PWE, Warszawa 1998.
- Okolski J., Wajda D., *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, „Przełгляд Prawa Handlowego”, czerwiec 2005.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Pisz Z., Rojek-Nowosielska M. (red.), *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2008.
- Shleifer A., Vishny R., *A survey of Corporate Governance*, „The Journal of Finance” 19987, no. 2, June.
- Tamowicz P., Dierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r., Kodeks spółek handlowych* (Dz.U. 2000 nr 94 poz. 1037 z późn. zm.).
- Wajda D., *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2007.
- Zasady corporate governance OECD*, 2004, Ministerstwo Skarbu Państwa.

## **KONFLIKT POMIĘDZY INTERESEM SPÓŁKI AKCYJNEJ A INTERESEM AKCJONARIUSZY I PRÓBY ICH NIWELOWANIA ZA POMOCĄ ZASAD CORPORATE GOVERNANCE**

### STRESZCZENIE

Interes spółki jest wypadkową interesów wszystkich grup jej współników. Ze względu na różnice interesów może dochodzić między nimi do konfliktów, które osłabiają wizerunek spółki i mogą negatywnie wpłynąć na jej wyniki finansowe. Próby ochrony interesu wszystkich interesariuszy, szczególnie akcjonariuszy mniejszościowych, i zapobiegania nadużyciom podejmuje się *corporate governance*. Do wzrostu jego znaczenia przyczyniły się opinie, iż przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i zawartych w nich zasad ma odzwierciedlenie w silniejszej pozycji rynkowej spółki.

## **THE CONFLICT BETWEEN THE INTERESTS OF THE JOINT-STOCK COMPANY AND THE INTERESTS OF THEIR SHAREHOLDERS AND ATTEMPTS OF PREVENTING THEM BY THE PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE**

### SUMMARY

Interests of the company is a result of the interests of all groups of stakeholders. Due to the differences of interest may occur between them to conflicts that undermine

---

the image of the company and may adversely affect its financial results. Corporate governance attempts to protect the interests of all stakeholders, especially the minority stakeholder, and prevent of fraud against them. The opinions that the principles of corporate governance and the principles contained in them is reflected in a stronger market position of the company have contributed to its increasing importance.

