Zeszyty Naukowe
Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 16 2014 r.

Małgorzata Stępień

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
e-mail: malgorzata_stepien@ue.katowice.pl
tel. 32 257 73 02

Analiza podstawowych problemów nadzoru korporacyjnego

Streszczenie. Zainteresowanie nadzorem korporacyjnym wzrasta w ostatnich latach na całym świecie. Głównie spowodowane jest to dużą liczbą nieprawidłowości w funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych i nieefektywnym sprawowaniu przez nich nadzoru korporacyjnego. Istotnym celem nadzoru jest zapewnienie efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa poprzez zapewnienie ochrony zarówno inwestorów, jak i interesariuszy, przy eliminowaniu nadużyć ze strony dominujących akcjonariuszy czy menedżerów. W artykule przedstawiono problemy wynikające z relacji pomiędzy akcjonariuszami a wyższą kadrą kierowniczą oraz relacji zachodzących między akcjonariuszami. Wskazano także różnice w definiowaniu samego pojęcia nadzoru korporacyjnego przez poszczególnych autorów.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, koszty agencji, akcjonariusz mniejszościowy, menedżer

1. Wstęp

Problemy wiążące się z nadzorem korporacyjnym leżą w centrum zainteresowań ekonomistów wielu krajów. Wynika to z zaostrzenia się konfliktów interesów, będących rozdzieleniem własności od zarządzania tą własnością. Szczególnie wyraźne są one między menedżerami a rozproszonymi właścicielami spółek. Bankructwa wielu przedsiębiorstw jeszcze bardziej wyeksponowały problemy, jakie wynikają z tego rozdzielenia, oraz ich konsekwencje dla wyników działania spółek i dochodów ich właścicieli. Ze względu na konflikty występujące

w spółkach dochodzi do nierówności wśród akcjonariuszy w zakresie praw, pozycji czy też osiąganego dochodu. Silni menedżerowie oraz dominujący akcjonariusze wykorzystują swoją uprzywilejowaną pozycję oraz asymetrię informacji do osiągania nieproporcjonalnie dużych korzyści i realizacji prywatnych interesów kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.

Celem niniejszego artykułu było przedstawienie zasadniczych problemów nadzoru korporacyjnego, do których można zaliczyć: niejednoznaczne definiowanie pojęcia nadzoru korporacyjnego, prawa akcjonariuszy, zapewnienie równego traktowania akcjonariuszy czy też rolę właścicieli w nadzorze korporacyjnym. Istotne bowiem jest ograniczanie konfliktów zarówno między akcjonariuszami a menedżerami, jak i pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy, oraz wskazanie możliwości wzmocnienia pozycji akcjonariuszy mniejszościowych.

2. Pojęcie nadzoru korporacyjnego

Pojęcie nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*), choć powszechnie stosowane w nauce o zarządzaniu jak i w praktyce, nie jest jednoznaczne. W przeważającym stopniu znaczenie tego pojęcia dotyczy wzajemnych relacji pomiędzy poszczególnymi grupami zaangażowanymi w funkcjonowanie korporacji (akcjonariusze, zarząd, członkowie organów nadzorczych, pracownicy, dostawcy i kontrahenci), mimo to poszczególne definicje autorów w różny sposób określają jego istotę w zależności od dziedzin nauki zajmujących się tą problematyką, otoczenia korporacji, jej celów, oraz kultury korporacji krajów, z których pochodzą badacze[1]. W związku z tym definicja nadzoru korporacyjnego uzależniona jest od stosowanego przez danego autora podejścia teoretycznego.

Do ekonomii pojęcie *corporate governance* wprowadził Adam Smith, który w pracy zatytułowanej *The Wealth of Nations*[2] po raz pierwszy opisał i przeanalizował występujące w ówczesnych korporacjach rozdzielenie własności i kontroli oraz rezultaty takiego zjawiska. Istotę tego problemu zaczęto dostrzegać dopiero wraz z rozwojem kapitalizmu, wzrostem rozmiarów przedsiębiorstw, rozwojem form prawnych zorganizowanej działalności podmiotów gospodarczych, w szczególności korporacji. Do współczesnej teorii ekonomii pojęcie to wprowadzone zostało w pierwszej połowie lat 30. XX w. przez Adolfa A. Berle'a i Gardinera Meansa. Autorzy ci obserwowali funkcjonowanie korporacji amerykańskich, poddając analizie zależności między własnością, nadzorem korporacyjnym a efektami działalności

[1] I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 36.

[2] A. Smith, *An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Random House, Nowy Jork 1937.

gospodarczej[3]. Od tego momentu zależności między nadzorem korporacyjnym a wynikami przedsiębiorstw są przedmiotem szerokiej dyskusji i przeżywają prawdziwy renesans, poczynając od dwóch ostatnich dziesięcioleci XX w.

W literaturze można spotkać dwa ujęcia nadzoru korporacyjnego – w szerokim i wąskim zakresie. Kryterium takiego podziału stanowi określenie jego celu. W ujęciu wąskim nadzór korporacyjny traktowany jest jako formalny system odpowiedzialności najwyższego szczebla zarządzania nad akcjonariuszami. Jest to model akcjonariuszy[4], nazywany też zintegrowaną wartością dla akcjonariuszy (*enlightened shareholder value*)[5]. Opiera się ono na dwóch założeniach[6]:

– maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest gwarancją sukcesu spółki,

– cel ten może być osiągnięty poprzez długoterminowe relacje z innymi grupami udziałowymi w spółce (pracownikami, inwestorami, kontrahentami, klientami, dostawcami), które powinny być podporządkowane interesom akcjonariuszy.

Dzięki temu relacje z pracownikami, klientami, inwestorami, dostawcami oraz społecznością prowadzą do zwiększenia konkurencyjności spółki. Właściwe relacje z grupami udziałowymi tworzą wartość dla spółki poprzez zapewnienie dopływu informacji oraz wpływ na opinię w otoczeniu. Jednak interesy wszystkich tych grup muszą być podporządkowane interesom akcjonariuszy. Zgodnie z tym podejściem na dobrobyt społeczny najkorzystniejszy wpływ ma przestrzeganie prawa dotyczącego spółki skupiające się na zabezpieczaniu praw akcjonariuszy.

W szerokim ujęciu nadzór korporacyjny jest to sieć formalnych i nieformalnych relacji, które dotyczą korporacji, zwanych modelem grup udziałowych lub podejściem pluralistycznym (*pluralist approach*)[7].

Koncepcja ta zakłada poświęcenie części zysków właścicieli spółki na rzecz realizacji celów społecznych. Na dobrobyt społeczny największy wpływ ma prawo, które umożliwia szersze uczestnictwo wszystkich grup udziałowych w procesie podejmowania decyzji, co ułatwia im reprezentowanie swoich interesów.

Podejście pluralistyczne zakłada, że spółka funkcjonuje poprzez współdziałanie jej poszczególnych intresariuszy; zgodnie z nim nadzór korporacyjny stanowi system ograniczeń determinujących tworzenie wartości dodanej przez korporację oraz jej alokację pomiędzy interesariuszy[8].

---

[3] A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, Nowy Jork 1932.

[4] M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 25.

[5] R. Cobbaut, J. Lenoble, *Corporate Governance: An Institutionalist Approach*, Kluwer Law International, Haga – Londyn – Nowy Jork 2003, s. 163.

[6] I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, op. cit., s. 37.

[7] R. Cobbaut, J. Lenoble, op. cit., s. 163.

[8] L. Zingales, *Corporate governance*, w: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, red. P. Newman, Macmillan Reference, Londyn 1998, s. 499.

W literaturze polskiej podejście pluralistyczne przyjmują tacy autorzy, jak: Jan Jeżak i Leszek Bohdanowicz, Stanisław Rudolf, Roman Borowiecki i inni. S. Rudolf za nadzór korporacyjny uważa zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów między akcjonariuszami (właścicielami) a menedżerami. Mechanizmy te wpływają na decyzje kierownictwa, by były one zgodne zarówno z celami akcjonariuszy, jak i interesariuszy[9]. R. Borowiecki i inni pojęcie nadzoru korporacyjnego odnoszą do kreowania wartości przedsiębiorstwa, uznając go za uwarunkowany instytucjonalnie oraz zwyczajowo system oceny działalności organów zarządzania przedsiębiorstwem w procesie kreowania jego wartości dla interesariuszy[10]. Według Bogdana Nogalskiego nadzór korporacyjny to proces, w ramach którego nadzór nad przedsiębiorstwem, a zwłaszcza nad jego zachowaniem rynkowo-społecznym, sprawowany jest zarówno przez właścicieli i akcjonariuszy, jak i przez innych interesariuszy, zainteresowanych bezpośrednio tym, aby obiekt będący przedmiotem nadzoru, tj, zarządzanie danym przedsiębiorstwem, był skuteczny[11].

Robert A.G. Monks i Nell Minow stosują szerszą definicję nadzoru korporacyjnego, zgodnie z którą jest to maksymalizacja tworzenia bogactwa w sposób nieobarczający innych lub całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami[12].

Warto także pokazać, jak definiują *corporate governance* brytyjscy badacze. Adrian Cadbury zdefiniował nadzór korporacyjny jako system, poprzez który korporacje są kierowane i kontrolowane[13]. W skład systemu wchodzą: siła banków oraz innych instytucji finansowych, regulacje prawne, poziom rozwoju rynku kapitałowego oraz czynniki kulturowe, które wpływają na zachowania różnych osób w korporacjach, mają również znaczenie dla instytucji na nie wpływających. Neil Fligstein i Robert Freeland *corporate governance* uważają za system, który stanowi społeczną organizację firm, wraz z ich powiązaniami (stosunkami) z dostawcami, klientami, konkurentami i agendami rządowymi[14]. Steven Brenner i Philip Coachran za *governnace* uznają proces,

---

[9] S. Rudolf, *Od nadzoru właścicielskiego do nadzoru korporacyjnego. Ewolucja polskiego systemu nadzoru*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006, s. 336.

[10] R. Borowiecki, A. Jaki, K. Misiołek, T. Rojek, *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wyd. Abrys, Kraków 2005, s. 112.

[11] B. Nogalski, *Nadzór nad przedsiębiorstwem i grupą kapitałową*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, op. cit., s. 293-294.

[12] R.A.G. Monks, N. Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Blacwell Publishers, Cambrigde 1996, s. 162.

[13] A. Cadbury, *What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?*, „Long Range Planning" 1999, nr 1, s. 14-16.

[14] N. Fligstein, R. Freeland, *Theoretical and comparative perspectives on corporate organization*, „Annual Review Sociology" 1995, s. 21.

w którym elementy społeczeństwa dzierżą wpływy i władzę oraz tworzą politykę i podejmują decyzje dotyczące życia publicznego, gospodarki i rozwoju społecznego[15]. *Governance* rozumiany jest także jako proces godzenia ambicji indywidualnych z potrzebą utrzymania i rozwoju wspólnego dobra, które wiąże jednostki przez wspólne interesy[16].

Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju za *corporate governance* uznaje system zarządzania i kontroli organizacji gospodarczych, który zapewnia podział praw i odpowiedzialności między różne grupy interesów zaangażowane w działalność firmy, a także określa reguły ustalające jej cele, środki ich osiągania oraz monitorowanie działania firmy[17]. Jest to sieć relacji pomiędzy akcjonariuszami, kadrą zarządzającą, ich organami oraz innymi grupami zainteresowanymi działaniem spółki. Za strukturę tego systemu organizacja uznaje zbiór mechanizmów, które umożliwiają akcjonariuszom i innym interesariuszom nadzór nad zarządzaniem ich własnością.

Przedstawione powyżej rozważania na temat terminu nadzór korporacyjny wskazują, że nie ma w literaturze jednoznacznej i uniwersalnej definicji tego pojęcia. Reasumując zaprezentowane poglądy, można zaobserwować trzy główne podejścia do definiowania oraz określania celów nadzoru korporacyjnego[18]:

– akcjonariusze są jedyną licząca się grupą,

– istotne są prawa innych udziałowców oraz ich relacje z otoczeniem,

– kompromis mówiący, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest niemożliwa bez uwzględnienia maksymalizacji interesów pozostałych grup udziałowych.

Ponieważ pojęcie nadzoru korporacyjnego nie jest jednakowo rozumiane przez naukowców, odzwierciedla wiele perspektyw, które wynikają z narodowych tradycji nawiązujących do pojęcia korporacji dominującego w danym obszarze kulturowym. Niejednoznaczność oraz niejednorodność ujmowania tego pojęcia jest kwestią dyskusyjną, która wynika z reprezentowanych przez badacza poglądów. Różne definiowanie nadzoru korporacyjnego w polskiej literaturze może wynikać z faktu, że trudno znaleźć powszechnie akceptowane tłumaczenie terminu *corporate governance* oraz znaczenie tego pojęcia. Konieczne jest nadanie terminowi „nadzór korporacyjny" neutralnego charakteru, który będzie zawierał koncepcyjne oraz kreatywne zadania nadzoru.

---

[15] S. Brenner, P. Coachran, *The Stakeholder Theory and the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research*, IABS Proceedings 1991, s. 449.

[16] K. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, cyt. za: A. Davis, *A strategic Approach to Corporate Governance*, Gover Publishing, Hampshire 1999, s. VII.

[17] OECD Principles of Corporate Governance, Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, OECD, Paris 1999.

[18] M. Jerzemowska, op. cit., s. 30-31.

3. Pionowy nadzór korporacyjny: kierownicze koszty agencji

Nadzór korporacyjny rozpatrywany z perspektywy mechanizmu kontroli ma za zadanie łagodzenie konfliktów interesów pomiędzy poszczególnymi podmiotami funkcjonującymi w przedsiębiorstwie, będącymi efektem rozdzielenia własności i kontroli. Problematyka struktury własności w systemie nadzoru korporacyjnego odnosi się do konfliktów oraz współpracy między[19]:

– menedżerami a akcjonariuszami (w sytuacji rozdrobnionej struktury),

– akcjonariuszami dominującymi i akcjonariuszami mniejszościowymi (w sytuacji skoncentrowanej struktury własności i struktur piramidalnych),

– poszczególnych grup akcjonariuszy (instytucjonalnych oraz indywidualnych, wewnętrznych i zewnętrznych, jak menedżer bądź pracownik).

Relacje zachodzące między kadrą kierowniczą korporacji a akcjonariuszami stanowią teoretyczną podbudowę w teorii agencji. Teoria ta opisuje i analizuje relacje, jakie łączą pryncypała z jego agentem, w dużej mierze koncentrując się na kosztach rozwiązywania konfliktów interesów pomiędzy tymi dwoma stronami[20]. Agent jest zobowiązany do wykonywania zadań powierzonych przez pryncypała. Za pryncypała przyjmuje się właściciela korporacji (akcjonariusza), agentami zaś są menedżerowie. W uproszczonej formie można uznać, że jest to kontrakt pomiędzy dwoma stronami na wykonanie określonych zadań. Teoria agencji analizuje zatem problemy wynikające z zawierania takiego kontraktu, jednocześnie zajmując się stworzeniem optymalnego kontraktu, który zagwarantuje należyte wykonanie pracy, ograniczając zbędne koszty.

Relacja pryncypał – agent opiera się na trzech założeniach. Po pierwsze między pryncypałem a agentem występuje asymetria informacji wynikająca z posiadania przez obie strony niepełnych informacji. Do akcjonariuszy docierają informacje przekazane przez członków zarządu i rady nadzorcze, które wynikają z przepisów prawnych oraz statutu lub są uznane przez członków tych organów za istotne, a także informacje publikowane przez spółkę. Zaś menedżerowie są w posiadaniu informacji dotyczących funkcjonowania spółki, ale nie muszą znać zamierzeń akcjonariuszy, strategii prowadzonej przez nich polityki inwestycyjnej.

Kolejne założenie mówi o ograniczonej racjonalności pryncypała oraz agenta. Wynika to z posiadania niepełnej informacji każdej ze stron, a co za tym idzie, zarówno agent, jak i pryncypał nie mogą przeanalizować wszystkich spo-

---

[19] F. Allen, M. Zhao, *The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders Are Not Rulers*,http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf [19.11.2013].

[20] A. Shleifer, R. Wishny, *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance" 1997, nr 52(2).

sobów działania w danej sytuacji. Kierując się ograniczoną racjonalnością, agent i pryncypał nie są w stanie podjąć optymalnych decyzji, zatem podejmują decyzje adekwatne do posiadanych przez nich informacji. Pojęcie ograniczonej racjonalności wprowadził Herbert A. Simon[21], który zauważył, że postępowanie ludzkie jest jedynie intencjonalnie racjonalne, ale ze względu na naturalne cechy człowieka zawsze będzie miało charakter ograniczony[22].

W trzecim założeniu zwraca się uwagę na oportunistyczne zachowania agenta, czyli zachowania, które sprzyjają realizacji własnych, prywatnych interesów, a nie interesów pryncypała, do realizacji których agent się zobowiązał[23]. Do takich zachowań można zaliczyć: zatrudnienie znajomych oraz rodziny, wytwarzanie wysokich kosztów reprezentacji, czerpanie prywatnych korzyści z zawieranych umów. Należą tutaj także zachowania menedżerów, którzy dążą do osiągnięcia najwyższego kursu w terminie realizacji opcji, którzy wynagradzani są opcjami na nabycie akcji spółki za określoną cenę. Osiągnięty zysk może być efektem zamrożenia inwestycji, z których korzyści przypadałyby dopiero na dalsze okresy, po sprzedaży przez menedżerów akcji nabytych po cenie niższej od rynkowej[24]. Oportunistyczne zachowania menedżerów wynikają z[25]:

– ukrytej informacji – akcjonariusze nie mają dostępu do informacji posiadanych przez menedżerów,

– ukrytego działania – akcjonariusze nie są w stanie kontrolować działań menedżerów.

Przedmiotem analiz w relacji agencji pomiędzy pryncypałem a agentem jest problem nawiązujący do konfliktu interesów pomiędzy tymi podmiotami. Głównymi źródłami tego konfliktu są[26]:

– różnice w podejściu do ryzyka – agent przy ocenie ryzyka kieruje się posiadaną wiedzą i doświadczeniem, reaguje na ryzyko, podejmując określone działania w spółce, np. poprzez zróżnicowanie jej działalności; właściciel reaguje na ryzyko poprzez podejmowanie działań poza korporacją, np. dywersyfikację własnego portfela udziałów w różnych korporacjach,

---

[21] H.A. Simon, *Administrative Behavior*, wyd. 2, Macmillan, Nowy Jork 1961, 1976, wyd. pol. *Działanie administracji*, PWN, Warszawa 1976.

[22] C. Klimkowski, *Znaczenie założeń behawioralnych ekonomii*, „Ekonomista" 2002, nr 6.

[23] K.M. Eisenhardt, *Agency theory: An assesment and review*, „Academy Management Review" 1989, t. 14, nr 1, s. 64-65.

[24] I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, w: *Ład korporacyjny. Podręczniki akademickie*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Warszawa 2011, s. 44.

[25] A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate Governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 40.

[26] I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, w: *Ład korporacyjny...*, op. cit., s. 63-64.

– różne horyzonty działania – interesy właścicieli nie mają ograniczenia czasowego, natomiast prywatne interesy menedżerów są ograniczone do czasu, w jakim pracują oni dla korporacji[27];

– skłonność menedżera do podjęcia działania – menedżer zawsze będzie podejmował takie działania, które wymagają od niego mniejszego wysiłku lub z których to podejmuje osobiste korzyści.

Cele menedżerów spółki oraz kierunki inwestycji nie zawsze są zgodne z celami akcjonariuszy, dlatego też przychody z zainwestowanego kapitału mogą być niższe. W relacji agencji występują dwie główne trudności spowodowane niepełną i niesymetryczną informacją pomiędzy pryncypałem a agentem oraz wynikającą z tego niepewnością. Pryncypał w warunkach niepewności nie może być pewien, czy agent dysponuje właściwymi kwalifikacjami do realizacji jego interesów. Co więcej, pryncypał nie może być pewien, czy agent dołożył wszelkich starań, jakie są konieczne do wykonania danego zadania[28].

Teoria agencji pociąga za sobą koszty, które mogą być związane z niechęcią menedżerów do podjęcia ryzyka, niechęcią podjęcia określonych działań oraz ograniczonym horyzontem działania. Koszty agencji mogą odnosić się do strategii spółki, objawiając się przesadnym inwestowaniem, budową imperiów czy umieszczaniem nadwyżki środków finansowych w inwestycjach o niskiej stopie zwrotu, w sytuacji gdy na rynku nie ma projektów o dostatecznie wysokiej wartości bieżącej[29]. Do kosztów agencji zalicza się: koszty monitoringu, koszty systemów motywacyjnych łączących interesy agentów i pryncypała oraz koszty zachowań agentów działających niezgodnie z interesem pryncypała.

Koszty teorii agencji mogą być minimalizowane poprzez rozwiązania występujące w dwóch nurtach: pozytywnym oraz relacji pryncypał – agent[30]. Nurt pozytywny wskazuje, że rozwiązanie problemu agencji jest możliwe poprzez wprowadzenie instrumentów nadzoru działań menedżerów oraz przez konstrukcję kontraktu pomiędzy pryncypałem a agentem opartego na wynikach. Kontrakt taki zbliżałby preferencje pryncypała i agenta, ponieważ korzyści obu stron są uzależnione od tych samych działań, a więc agent będzie bardziej skłonny zachowywać się adekwatnie do interesów pryncypała. Drugi nurt koncentruje się na tworzeniu optymalnych kontraktów między stronami. Za punkt wyjścia należy tu przyjąć założenie, że agent ze względu na lokowanie swoich aktywów w spółce, w której jest zatrudniony, wykazuje większą awersję do

---

[27] *Recent Advances in Corporate Finance*, red. E. Altman, M.G. Subrahmanyam, Homewood 1985, s. 94.

[28] K.M. Eisenhardt, op. cit., s. 59-63.

[29] M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 74.

[30] K.M. Eisenhardt, op. cit, s. 59-63.

ryzyka niż pryncypał, który swoje ryzyko rozkłada poprzez dywersyfikację portfela aktywów[31]. Mogą mieć tu miejsce dwie sytuacje. W pierwszej pryncypał posiada pełną informację dotyczącą wysiłków, jakie podejmowane są przez agenta. Zatem efektywny kontrakt powinien być oparty na obserwacji zachowań agenta. Druga sytuacja ma miejsce, gdy pryncypał nie jest w stanie przyjrzeć się zachowaniom agenta. Ze względu na rozbieżność celów obu stron może wystąpić zagrożenie podjęcia przez agenta działań nieefektywnych dla akcjonariusza. Problem ten może być określony jako moralne ryzyko lub negatywna selekcja. Ryzyko moralne powstaje w sytuacji, kiedy działania agenta są sprzeczne z zawartym kontraktem. Do negatywnej selekcji dochodzi w sytuacji, gdy akcjonariusz nie jest w stanie zweryfikować kwalifikacji oraz wiedzy agenta.

W sytuacji niemożności konstrukcji kontraktów kompletnych menedżerowie podejmują decyzje w sytuacjach, które nie są objęte kontraktem, decyzje te nie muszą pokrywać się z interesami właścicieli. Akcjonariusze zaś mogą domagać się roszczeń rezydualnych, są to roszczenia, które można realizować dopiero po spłacie pozostałych zobowiązań przedsiębiorcy. Sytuacja taka ma miejsce, ponieważ to akcjonariusze ponoszą ryzyko rezydualne, które pozostaje po podjęciu wszystkich możliwych i opłacalnych kroków zmierzających do unikania ryzyka, kontrolowania go czy transferu[32]. Akcjonariuszom w dużym stopniu powinno zależeć do najefektywniejszego wykorzystywania zasobów, jakimi dysponuje spółka, jednak to nie zawsze jest zgodne z prywatnym interesem menedżerów[33]. Ponieważ w korporacji nie ma możliwości konstrukcji kontraktu kompletnego, należy wprowadzać mechanizmy nadzoru korporacyjnego, które umożliwią rozstrzyganie konfliktów rezydualnych będących mechanizmami nadzoru nad menedżerami[34].

4. Poziomy nadzór korporacyjny: poskromienie akcjonariusza dominującego

W każdej funkcjonującej spółce na rynku dochodzi do krzyżowania się celów społecznych, gospodarczych i jednostkowych, które dotyczą poszczególnych grup interesariuszy tworzących zarówno wewnętrzne struktury spółki, jak i jej

[31] M. Jerzemowska, op. cit., s. 39.

[32] I. Postuła, op. cit., s. 65.

[33] M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm. Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics" 1997, nr 3, s. 5.

[34] O. Hart, *Corporate governance. Some theory and implications*, „The Economic Journal" 1995, nr 105, s. 679.

otoczenie[35]. Zgodnie z tym kryterium można wyróżnić następujące grupy interesów: wewnętrzne i zewnętrzne. Do pierwszej grupy zalicza się: kierownictwo, pracowników, związki zawodowe. W drugiej grupie można wyróżnić: dostawców, odbiorców, kredytodawców, konkurentów, inwestorów oraz akcjonariuszy większościowych i mniejszościowych[36].

By spółka osiągnęła sukces poprzez budowanie polityki strategicznej, powinna wziąć pod uwagę katalog priorytetów, który uwzględni charakter gospodarki, obowiązujące normy prawne, system nagradzania i motywowania pracowników, strukturę akcjonariatu oraz możliwość sprawowania nadzoru[37]. Z badań przeprowadzonych przez J. Jeżaka i L. Bohdanowicza wynika, że największym wpływem na decyzje podejmowane przez zarząd spółki dysponują kapitałodawcy, w szczególności akcjonariusze większościowi. Posiadają oni silniejszą pozycję z powodu zaangażowania znacznych zasobów kapitałowych, która może prowadzić do nadużyć kosztem pozostałych grup[38]. Do najsłabszej grupy można zaliczyć akcjonariuszy mniejszościowych, których dotyka zjawisko asymetrii informacji lub racjonalnej apatii[39].

Ze względu na dużą liczbę podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki może dochodzić do konfliktów między np. interesem spółki a akcjonariatem większościowym i mniejszościowym oraz bezpośrednio między nimi. Trzeba zaznaczyć także, że interes spółki nie powinien być utożsamiany z interesem akcjonariusza większościowego czy ochroną interesów akcjonariusza mniejszościowego, ponieważ obie grupy kierują się własnymi priorytetami, co nie zawsze jest jednoznaczne z dobrem danej spółki.

Relacje agencyjne w spółkach decydują o pozycji akcjonariuszy mniejszościowych. Mogą one występować w formie własności rozproszonej oraz własności skoncentrowanej (tabela 1).

Przy rozproszonej własności akcjonariusze posiadający niewielkie pakiety akcji nie są w stanie kontrolować decyzji menedżerów, wykorzystując prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Z tego powodu menedżerowie za najważniejsze uważają realizację własnych interesów kosztem interesów akcjonariuszy[40].

---

[35] J. Engelhard, *Ekonomika przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011, s. 31.

[36] T. Gołębiewski, *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2008, s. 105.

[37] J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 230.

[38] 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, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 102.

[39] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Corporate Governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006, s. 26.

[40] W. Popławski, *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie" 2003, nr 1, s. 59.

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

Wyszczególnienie	Własność	
	Rozproszona	Skoncentrowana
Model nadzoru korporacyjnego	otwarty (*outsider system*)	zamknięty (*insider system*)
Miejsce (kraj) występowania	Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, Australia	większość krajów Europy Zachodniej, np. Francja, Niemcy, Polska
Charakter relacji agencyjnych	relacje agencyjne na linii: akcjonariusze – menedżerowie	relacje agencyjne na linii: akcjonariusze mniejszościowi – dominujący akcjonariusz (i lojalni wobec niego menedżerowie)

Źródło: A. Szewc-Rogalska, *Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Gospodarka oparta na wiedzy*, red. M.G. Woźniak, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2007, z. 11, s. 581-590.

W warunkach skoncentrowanej własności problem ten pojawia się na linii: dominujący akcjonariusz – akcjonariusz mniejszościowy. Jak wynika z badań, najwyższa skłonność do przekazywania informacji występuje w spółkach z dużym akcjonariatem większościowym (niewielki udział akcjonariatu rozproszonego)[41]. Dominujący akcjonariusz dysponuje o wiele lepszym od innych dostępem do informacji oraz możliwością obsadzania kluczowych stanowisk w spółce, przez co może czerpać prywatne korzyści z kontroli[42]. W wyniku tego pozycja akcjonariuszy mniejszościowych w spółce jest zagrożona, w szczególności gdy występuje zwiększanie się rozdzielenia własności i kontroli poprzez wykorzystanie przez akcjonariuszy dominujących specjalnych mechanizmów prawnych, np. akcji uprzywilejowanych co do głosu. Akcjonariusze ci ze względu na uprzywilejowaną pozycję w spółce osiągają nieproporcjonalnie większe korzyści, niż wynika to z przysługujących im praw własności[43]. Przyczyną rozdzielenia własności od kontroli jest w tym wypadku znaczna liczba rozdrobnionych akcjonariuszy, którzy nie komunikują się między sobą, nie mając realnego wpływu na działania podejmowane przez spółkę[44].

Prawa akcjonariuszy mniejszościowych powinny być chronione, zgodnie z zasadą obowiązującą w spółce akcyjnej, tj. zasadą rządów większości. Zasada ta wynika z zagwarantowania spółce sprawniejszego podejmowania decyzji, co byłoby

[41] A. Blajer-Gołębiewska, *Asymetria informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek giełdowych*, „Master of Business Administration" 2010, nr 3(104), s. 40.

[42] L. Zingales, *The value of the voting right. A study of the Milan stock exchange experience*, „The Review of Financial Studies" 1994, nr 1, s. 125-148.

[43] A. Szewc-Rogalska, *Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Gospodarka oparta na wiedzy*, red. M.G. Woźniak, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2007, z. 11.

[44] J. Jeżak, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 20.

niemożliwe w sytuacji kierowania się zasadą jednomyślności[45]. Zasada ta chroni interes spółki przed celowym blokowaniem przez poszczególnych udziałowców podejmowania uchwał przy wymaganej jednomyślności. Patrząc z drugiej strony, powoduje ona, że akcjonariusz większościowy ma decydujący wpływ na realizację polityki prowadzonej przez spółkę, realizując przy tym własne interesy kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Akcjonariusze nie mają jednakowej pozycji, co jest niezgodne z zapisem w kodeksie o jednakowym traktowaniu akcjonariuszy w takich samych okolicznościach. Tak więc prawa, jakim podlegają, zależą od dysponowanej przez nich liczby akcji. Można mówić tu o zasadzie proporcjonalności, gdyż zakres praw jest uzależniony od zaangażowanego kapitału, jednak nie może to być powodem do dyskryminowania drobnych akcjonariuszy.

Do form naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych należy zaliczyć: ukrywanie przed nimi istotnych informacji, przejęcie kontroli nad spółką bez wykupienia akcjonariuszy mniejszościowych, zaniżanie cen akcjonariuszom mniejszościowym po nabyciu pakietu kontrolnego podczas wykupu spółki, utrudnianie wykonywania praw akcjonariuszy mniejszościowych poprzez zmiany terminu walnego zgromadzenia, przesuwanie terminu obrad czy też kwestionowanie prawa głosu[46].

Czerpanie osobistych korzyści przez dominujących akcjonariuszy oraz naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych nosi nazwę tunelowania. Może ono przybierać następujące formy[47]:

– niekorzystne dla spółki ceny transferowe większościowy akcjonariusz przenosi zasoby, jednocześnie kontrolując transakcje danej spółki z innymi podmiotami, które są jego własnością,

– powiększanie swojego udziału w spółce poprzez emisje uprzywilejowane rozwadniające udziały pozostałych akcjonariuszy,

– wykorzystywanie informacji poufnych podczas przeprowadzania transakcji finansowych,

– emisje akcji dla zaprzyjaźnionych podmiotów,

– promowanie krewnych,

– preferowanie nadmiernego rozrostu korporacji, większego niż wynikałoby to z rachunku ekonomicznego.

Aby chronić interesy akcjonariuszy mniejszościowych należy określić właściwe ramy działania akcjonariatu większościowego[48]. Śledząc przepisy zawarte

---

[45] J. Okolski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego", czerwiec 2005, s. 4-5.

[46] M. Dzierżanowski, *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, IBnGR, Gdańsk 2002.

[47] A. Shleifer, R. Vishny, op. cit., s. 737-783.

[48] D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007, s. 11.

w kodeksie spółek handlowych dotyczące ochrony mniejszościowych akcjonariuszy, można zauważyć, że brak jest zasad, które chroniłyby akcjonariuszy mniejszościowych, jednak istnieją zasady ograniczające działania akcjonariuszy większościowych, co pośrednio wpływa na akcjonariat mniejszościowy. Trzeba także zwrócić uwagę, że zapewnienie bezpieczeństwa interesów akcjonariuszy mniejszościowych nie powinno wpływać na interesy spółki oraz interesy akcjonariuszy dominujących. Pojedynczy akcjonariusz nie może także nadużywać swoich uprawnień, które mogłyby utrudniać prawidłowe funkcjonowanie spółki lub służyć do realizacji własnych korzyści majątkowych[49].

Analizując dostępna literaturę, należy określić kierunki działań, które pozwolą dążyć do poprawy interesów oraz zwiększenia praw akcjonariuszy mniejszościowych[50]:

– polepszenie przejrzystości informacyjnej spółek,

– stworzenie rynkowych mechanizmów mających na celu poprawę standardów nadzoru korporacyjnego w postaci kodeksów dobrych praktyk i rankingów,

– dostęp akcjonariuszy mniejszościowych do przejrzystych informacji dotyczących dominujących akcjonariuszy i zarządu, poziomu i składników wynagrodzeń menedżerów[51], struktury własności i kontroli,

– reforma prawa i stworzenie efektywnego mechanizmu jego egzekucji,

– możliwość zaskarżania przez akcjonariuszy mniejszościowych uchwał walnego zgromadzenia podjętych przez akcjonariuszy większościowych[52],

– opracowanie i wprowadzenie bardziej skutecznych systemów motywowania organów spółki do dbania o interesy akcjonariuszy poprzez wzrost efektywności spółek, szczególnie w długim okresie. S. Rudolf i inni wskazują, że system ten powinien zwiększyć zaangażowanie rad w sprawy spółki i poprawić jej efektywność. W związku z tym system premiowania powinien być powiązany z okresem kadencji czy też wartością rynkową spółki[53] i powodować:

– zwiększenie efektywności funkcjonowania mechanizmów nadzoru korporacyjnego,

– zwiększenie aktywności akcjonariuszy, np. poprzez organizacje zrzeszające akcjonariuszy indywidualnych,

– powołanie wyspecjalizowanych pełnomocników reprezentujących interesy akcjonariuszy mniejszościowych na walnym zgromadzeniu.

---

[49] P. Tamowicz, M. Dierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002, s. 4.

[50] A. Szewc-Rogalska, op. cit, s. 584-588.

[51] P. Urbanek, *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, s. 103-122, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.

[52] J. Okolski, D. Wajda, op. cit., s. 4-9.

[53] S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 225.

Można także ograniczyć swobodę realizowania przez menedżerów prywatnych celów oraz ograniczyć podejmowanie działań niezgodnych z interesem przedsiębiorstwa. Do mechanizmów takich należą: bezpośredni nadzór sprawowany przez aktywnych właścicieli, system wynagradzania menedżerów oraz informacje płynące z rynku kapitałowego. Wyniki badań wykazały, że w prywatnych przedsiębiorstwach rozwiązanie problemów nadzoru korporacyjnego w większości zależy od możliwości zastąpienia mniej skutecznych menedżerów innymi, a nie od bodźców, za pomocą których właściciele mogą motywować menedżerów do pożądanych zachowań[54].

5. Zakończenie

Zasady nadzoru korporacyjnego mają za zadanie łagodzenie konfliktów interesów, jakie powstają między interesami akcjonariuszy a interesami spółki, a także pomiędzy akcjonariuszami mniejszościowymi i akcjonariuszami większościowymi. Istotne jest, aby wszystkie grupy zaangażowane w funkcjonowanie spółki współdziałały ze sobą, realizując przyjętą przez spółkę strategię. Dlatego niezmiernie ważne jest znalezienie kompromisu pomiędzy interesami wszystkich grup w celu prawidłowego funkcjonowania spółki i wypracowania przyjaznych relacji pomiędzy poszczególnymi grupami. Analiza problemów dotyczących nadzoru korporacyjnego wykazała niedostateczną ochronę interesariuszy oraz nieprzestrzeganie praw akcjonariuszy mniejszościowych, którzy nie są w stanie wpłynąć na losy danej spółki. Analiza definicji nadzoru korporacyjnego dowiodła niejednoznaczności rozumienia tego pojęcia. Jednym z wyzwań dla badawczy problemu nadzoru korporacyjnego jest stworzenie oraz rozwój właściwych ram koncepcyjnych nadzoru korporacyjnego, które będą w stanie zapewnić uzyskanie korzyści wynikających z bezpośredniego monitorowania spółek przez akcjonariuszy, skuteczne przeciwdziałanie uzyskiwaniu przez akcjonariuszy nadmiernych korzyści kosztem pozostałych grup udziałowych spółki oraz ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. Działania te mogą dotyczyć poprawy przejrzystości informacyjnej spółek, poprawy mechanizmów nadzoru korporacyjnego czy też reformy istniejącego prawa.

Literatura

Allen F., Zhao M., *The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders Are not Rulers*, http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf [19.11.2013].

[54] A. Wojtyna, *Rola prywatyzacji w procesie transformacji – nowe kierunki badań*, „Gospodarka Narodowa" 1999, nr 4, s. 11.

Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.

Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, Nowy Jork 1932.

Blajer-Gołębiewska A., *Asymetria informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek giełdowych*, „Master of Business Administration" 2010, nr 3(104).

Borowiecki R., Jaki A., Misiołek K., Rojek T., *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wyd. Abrys, Kraków 2005.

Brenner S., Coachran P., *The Stakeholder Theory and the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research*, IABS Proceedings 1991.

Cadbury A., *What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?* „Long Range Planning" 1999, nr 1.

Cejmer M., Napierała J., Sójka T., *Corporate Governance*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.

Cobbaut J., Lenoble J., *Corporate Governance: An Institutionalist Approach*, Haga – Londyn – Nowy Jork 2003.

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

Eisenhardt K.M., *Agency theory: An assesment and review*, „Academy Management Review 1989", t. 14, nr 1.

Engelhard J., *Ekonomika przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011.

Fligstein N., Freeland R*., Theoretical and comparative perspectives on corporate organization*, „Annual Review Sociology" 1995.

Gołębiewski T., *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2008

Hart O., *Corporate governance. Some theory and implications*, „The Economic Journal" 1995, nr 105.

Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm. Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics" 1997, nr 3.

Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.

Jeżak J., *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.

Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.

Jeżak J., Bohdanowicz L., *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, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.

Klimkowski C., *Znaczenie założeń behawioralnych ekonomii*, „Ekonomista" 2002, nr 6.

Lis K., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, cyt. za Davis A., *A strategic Approach to Corporate Governance*, Gover Publishing, Hampshire 1999, s. VII.

Monks R.A.G., Minow N., *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Blacwell Publishers, Cambrigde 1996.

Nogalski B., *Nadzór nad przedsiębiorstwem i grupą kapitałową*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006.

OECD Principles of Corporate Governance, Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, OECD, Paris 1999.

Okolski J., Wajda D., *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych* „Przegląd Prawa Handlowego", czerwiec 2005.

Popławski W., *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie" 2003, nr 1.

Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, w: *Ład korporacyjny. Podręczniki akademickie*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.

Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.

Recent Advances in Corporate Finance, red. E. Altman, M.G. Subrahmanyam, Homewood 1985.
Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
Rudolf S., *Od nadzoru właścicielskiego do nadzoru korporacyjnego. Ewolucja polskiego systemu nadzoru*, w: S. Borkowska i in., *Dobra gospodarka*, Wyd. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006.
Shleifer A., Wishny R., *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance" 1997, nr 52(2).
Simon H.A., *Administrative Behavior*, wyd. 2, Macmillan, Nowy Jork 1976, wyd. pol. *Działanie administracji*, PWN, Warszawa 1976.
Słomka-Gołębiowska A., *Corporate governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2006,
Smith A., *An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Random House, Nowy Jork 1937.
Szewc-Rogalska A., *Kierunki ograniczania nierówności wśród akcjonariuszy spółek giełdowych*, w: *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Gospodarka oparta na wiedzy*, red. M.G. Woźniak, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2007, z. 11.
Tamowicz P., Dierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002.
Urbanek P., *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, w: *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
Wajda D., *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007.
Wojtyna A., *Rola prywatyzacji w procesie transformacji – nowe kierunki badań*, „Gospodarka Narodowa" 1999, nr 4.
Zingales L., *Corporate governance*, w: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, red. P. Newman, Macmillan Reference, Londyn 1998.
Zingales L., *The value of the voting right. A study of the Milan stock exchange experience*, „The Review of Financial Studies" 1994, nr 1.

A Study of the Fundamental Problems of Corporate Governance

Summary. In recent years, interest in corporate governance has been increasing worldwide. This is mainly due to a large number of irregularities in the performance of business organizations, and to the inefficient exercise of corporate governance. An important goal of governance is to ensure the company's effectiveness by protecting investors and stakeholders, and by addressing abuses by any of the major shareholders or managers. This article discusses the problems arising in the relations between shareholders and senior executives as well as among the shareholders themselves. It also highlights differences between the definitions of corporate governance provided by specific authors.

Keywords: corporate governance, agency costs, minority shareholder, managers