

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

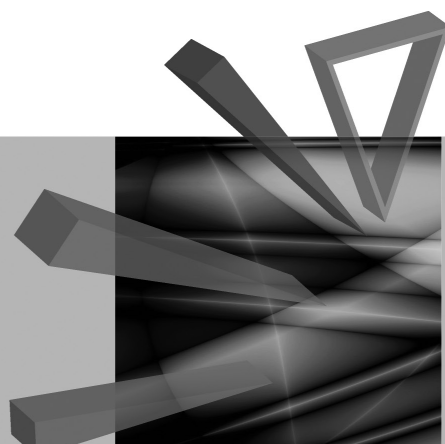
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-239-0 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Łukasz Ambroziak: Handel wewnątrzgałęziowy państw Grupy Wyszehradzkiej na przykładzie przemysłu motoryzacyjnego	11
Eric Ambukita: Wielkie gospodarki wschodzące – nowi partnerzy gospodarczy krajów Afryki	25
Anna Barwińska-Małajowicz: Inwestycje w kapitał ludzki w kontekście <i>brain waste</i>	37
Daša Belkovicsová: Theoretical models of financing tertiary education and its application on example of Slovakia.....	48
Mateusz Benedyk: Wpływ banków centralnych na inwestycje od czasu wybuchu kryzysu finansowego.....	54
Zbigniew Bentyn: Wpływ rozwiązań informatycznych na zmianę zachowań nabywczych klientów oraz rozwiązań logistycznych przedsiębiorstw handlowych.....	63
Joanna Bogolebska: Zarządzanie rezerwami walutowymi Chin – problemy i wyzwania.....	73
Magdalena Broszkiewicz, Paweł Broszkiewicz: Rola ładu korporacyjnego w przeciwdziałaniu manipulacjom na globalnych rynkach kapitałowych .	84
Ignacy H. Chrzanowski: Economics and politics of foreign direct investment. Is it beneficial for the recipient countries?.....	96
Anna Chrzęściewska: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne Indii.....	110
Małgorzata Czarnas: Rozwój korporacji transnarodowych na przykładzie Amazon.com.....	121
Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes, Katarzyna Śledziwska: PKB i handel państw transformacji w czasie kryzysu gospodarczego	130
Katarzyna Czech: Realizacja celów Strategii Europa 2020 – Polska na tle wybranych krajów UE	140
Tomasz Dorożyński: Znaczenie funduszy strukturalnych Unii Europejskiej dla polskich regionów.....	151
Kamila Drelich: Controlling projektów jako narzędzie współpracy wewnętrzkoncernowej.....	162
Agnieszka Dybizbańska: Konkurencyjność państw strefy euro w kontekście kryzysu gospodarczego.....	170
Katarzyna Dymitrow: Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na rozwój gospodarczy Indii	180

Po-Kai Fang: Taiwan's strategy of integrating into global and regional economy	190
Bartosz Fortuński: Proekologiczne podejście do energetyki i jej wpływ na handel zagraniczny Unii Europejskiej	200
Joanna Garlińska-Bielawska, Magdalena Opiola: Handel Maquiladora w kontekście obecnego kryzysu gospodarczego	210
Jadwiga Gierczycka: Wpływ kryzysu w strefie euro na sytuację gospodarczą Polski	221
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski: Kraje rozwijające się w ramach rundy WTO z Doha	230
Bohdan Jeliński: Rekonfiguracja gospodarki globalnej (dynamika, mechanizmy, struktury)	241
Bogusław Kaczmarek, Katarzyna Świącicka: Potencjał rozwojowy (inwestycyjny) MŚP na terenie województwa łódzkiego	253
Barbara Klimas: Inwestycje w kapitał wiedzy jako wyzwanie dla polityki państwa w globalizującej się gospodarce	260
Szymon Kłopocki: Lokalna i globalna współpraca firm w klastrze	272
Irena Kociszewska, Monika Kamińska: Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce w latach 2007-2010	282
Aneta Kosztowniak: Przepływy BIZ i zmiany struktury akumulacji kapitału a wzrost gospodarczy w krajach wschodzących i rozwijających się	295
Anetta Kuna-Marszałek: Rola ekoinnowacji w strategii działania przedsiębiorstw na przykładzie systemów zarządzania środowiskiem	309
Jarosław Kuśpit: Rozwój stosunków gospodarczych z zagranicą krajów byłego ZSRR	320
Andżelika Kuźnar: Dobra niematerialne oparte na wiedzy jako czynnik wzrostu innowacyjności Unii Europejskiej	330

Summaries

Łukasz Ambroziak: Intra-industry trade of the Visegrad Countries: the case of automotive industry	24
Eric Ambukita: Big emerging economies – new economic partners for African countries	36
Anna Barwińska-Malajowicz: Investments in human capital in the context of “brain waste”	46
Daša Belkovicsová: Teoretyczne modele finansowania szkolnictwa wyższego i ich zastosowanie na przykładzie Słowacji	53
Mateusz Benedyk: Influence of central banks policies on investments since the financial crisis	62

Zbigniew Bentyn: The impact of information solutions on the change of customers' behavior and trading companies logistics.....	72
Joanna Bogolebska: Management of foreign reserves in China – problems and challenges.....	83
Magdalena Broszkiewicz, Paweł Broszkiewicz: The role of corporate governance in solving the problem of manipulations on the global capital markets.....	95
Ignacy H. Chrzanowski: Ekonomiczne i polityczne aspekty zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Czy są one korzystne dla odbiorców?.....	109
Anna Chrzęściewska: Foreign Direct Investment outflows from India.....	120
Małgorzata Czarnas: Development of transnational corporations on the example of Amazon.com.....	129
Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes, Katarzyna Śledziwska: GDP and trade of transformation countries in the time of the economic crisis.....	139
Katarzyna Czech: Implementation of goals of the Europe 2020 strategy – Poland compared to selected EU countries.....	150
Tomasz Dorożyński: The role of EU structural funds for regions in Poland..	161
Kamila Drelich: Controlling of projects as the instrument of intercompany cooperation.....	169
Agnieszka Dybizbańska: Competitiveness of the euro zone countries in the context of economic crisis.....	179
Katarzyna Dymitrow: The influence of direct foreign investments on the economic development of India.....	189
Po-Kai Fang: Tajwan: globalna i regionalna strategia integracji ekonomicznej.....	199
Bartosz Fortuński: Environmental approach to energy and its impact on foreign trade of the European Union.....	209
Joanna Garlińska-Bielawska, Magdalena Opiola: Trade under Maquiladoras in conjunction with the current economic crisis.....	220
Jadwiga Gierczycka: Impact of the crisis in the euro zone on the economic situation of Poland.....	229
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski: Developing countries in the WTO Doha round.....	240
Bohdan Jeliński: Global economy reconfiguration.....	252
Bogusław Kaczmarek, Katarzyna Święcicka: An investment potential of SME in the area of Łódź Voivodeship.....	259
Barbara Klimas: Investments in knowledge capital as a challenge for the state policy in the globalizing economy.....	271
Szymon Kłopocki: Local and global firm cooperation in clusters.....	281
Irena Kociszewska, Monika Kamińska: Foreign direct investments in Poland between 2007-2010.....	294

Aneta Kosztowniak: FDI flows and changes of structure of capital accumulation vs. economic growth in the emerging and developing countries.....	308
Anetta Kuna-Marszalek: The role of eco-innovations in business strategy as an example of environmental management systems	318
Jarosław Kuśpit: The development of economic relations with foreign countries of the former USSR	329
Andżelika Kuźnar: Intangibles based on knowledge as a factor of the innovation growth of the European Union	339

Magdalena Broszkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Paweł Broszkiewicz

Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości w Opolu

ROLA ŁADU KORPORACYJNEGO W PRZECIWDZIAŁANIU MANIPULACJOM NA GLOBALNYCH RYNKACH KAPITAŁOWYCH

Streszczenie: Negatywnym zjawiskiem na globalnych rynkach kapitałowych jest występowanie manipulacji kursem papierów wartościowych. Jest to powodowane przekazaniem niezrzetelnej informacji inwestorom i przez to ograniczeniem konkurencji. Skutki manipulacji giełdowych zmniejszają zaufanie inwestorów do rynków kapitałowych i są szkodliwe dla samych spółek, ponieważ ograniczają ilość środków przeznaczanych na inwestycje. Aby rynek kapitałowy mógł funkcjonować w sposób efektywny, konieczne jest ukształtowanie reguł prawnych gwarantujących jego przejrzystość i poszanowanie interesów wszystkich inwestorów. Ład korporacyjny przyczynia się do budowania stabilności rynku papierów wartościowych, ponieważ wyższy poziom zarządzania spółkami przyczynia się do zwiększania zainteresowania inwestorów długoterminowym lokowaniem środków w akcjach poszczególnych podmiotów.

Słowa kluczowe: manipulacje finansowe, giełdy papierów wartościowych, finanse globalne, ład korporacyjny.

1. Wstęp

W warunkach globalizacji swoboda przepływu kapitału pozwala na poszukiwanie rynku najbardziej korzystnego dla lokowania środków. Niestety, występują sytuacje, które odnotowuje się jako działalność przestępczą, np. proces prania pieniędzy czy oszustwa podatkowe. Niektóre spółki lokują swoją działalność w miejscach, gdzie opodatkowanie jest niższe (nawet zerowe) lub istnieją łatwiejsze warunki rozpoczęcia aktywności (centra offshore). Inne natomiast, kierując się chęcią osiągnięcia krótkoterminowych zysków, wybierają rynki kapitałowe, na których wymagania co do ładu korporacyjnego i prowadzenia właściwej polityki informacyjnej w stosunku do inwestorów nie są wygórowane. Przez swoją atrakcyjność są one w stanie przyciągnąć kapitał spekulacyjny i często na tym kończą swoją obecność na danym

rynku, powodując zaburzenie równowagi jego funkcjonowania (najczęściej są to bowiem rynki gospodarek wschodzących, rozwijających się i mało ustabilizowanych).

Częstym zjawiskiem na globalnych rynkach kapitałowych jest występowanie zjawiska manipulacji kursem papierów wartościowych. Jest to traktowane jak przestępstwo gospodarcze, ponieważ jest powodowane przekazaniem nierzetelnej informacji inwestorom, a co za tym idzie – wpływa na ograniczenie konkurencji.

Aby zapobiegać takim negatywnym zjawiskom, konieczne jest tworzenie restrykcyjnych wymogów prawnych oraz inwestowanie w edukację uczestników rynku kapitałowego, tak aby wprowadzane na nim standardy ładu korporacyjnego były jak najbardziej zbliżone do postulowanych przez organizacje międzynarodowe i kraje wyżej rozwinięte. Jest to jedyna droga do osiągnięcia długoterminowej atrakcyjności inwestycyjnej regionów oraz utrzymania stabilnego wzrostu w warunkach globalizacji.

2. Mechanizm manipulacji na światowych rynkach kapitałowych

Na rynku kapitałowym podstawowym dobrem jest informacja, która w sposób wiarygodny przedstawia prawdziwą sytuację spółek. Na efektywnym rynku kapitałowym wszelkie informacje – dostępne w przeszłości i przewidywane w przyszłości, są dyskontowane w cenach, stąd niewielkie ich zmiany na właściwie ukształtowanych i dojrzałych rynkach. Zakłócenia transparentności występują zazwyczaj w sytuacji, gdy ktoś manipuluje informacją, a więc gdy podejmuje „szereg działań nakierowanych na podaż lub popyt, mających na celu obniżenie lub podwyższenie kursu-ceny, by spowodować transakcje kupna lub sprzedaży przez innych uczestników rynku po kursie korzystnym dla inicjatora tych działań”¹.

W polskim prawie manipulacja została zakazana przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi². Wymienia się w niej również szczególne zachowania, które mogą zostać uznane za nieprawidłowe, m.in.: składanie dyspozycji kupna lub sprzedaży akcji mogących wprowadzić w błąd co do rzeczywistego popytu, rozpowszechnianie nierzetelnych lub nieprawdziwych informacji (również przez dziennikarzy, wtedy przewidziana jest odpowiedzialność karna z powodu szerszego oddziaływania informacji), sztuczne ustalanie cen instrumentów finansowych czy dokonywanie celowych obrotów pod koniec notowań, aby zasugerować wyższą płynność danego instrumentu. Manipulowanie informacją, tzn. podawanie informacji nieprawdziwych lub ich zatajenie, jest również przestępstwem w rozumieniu Kodeksu karnego (art. 311). Pod uwagę są wtedy brane motywy osób, które dopuściły się zaniedbań, oraz ich rzeczywisty wpływ na ceny, a także to, czy manipulowano

¹ W. Wąsowski, *Manipulacje giełdowe: od fałszywych informacji do nadużyć i przestępstw*, „Przeгляд Corporate Governance” 2011, nr 2(26).

² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm., dział II, rozdział 2, oddział 3, art. 39.

samym instrumentem czy też informacją z nim związaną. Osobną kategorią, jednak niezwykle istotną, jest fałszowanie sprawozdań finansowych, co powoduje automatyczne wprowadzanie w błąd uczestników rynku.

Mechanizm manipulacji jest obecny na wszystkich rynkach kapitałowych i można go przedstawić następująco:

- następuje zakup akcji w obrocie publicznym, co powoduje wzrost obrotów,
- na rynek zostaje przekazana informacja, która wywołuje wzrost zainteresowania daną spółką i zakup jej walorów,
- w wyniku wzrostu popytu rośnie cena akcji, co wywołuje dalsze zakupy (podążanie za trendem drobnych inwestorów) i dalsze zwyżki notowań,
- w momencie osiągnięcia ceny maksymalnej osoba, która wywołała wzrost obrotów instrumentem, sprzedaje zakupione przez siebie akcje i realizuje zysk,
- cena akcji zaczyna spadać,
- nabywcy realizują straty, ponieważ nikt nie chce kupować akcji nawet po cenie niższej niż wcześniejsza cena nabycia.

Pozornie wszystkie czynności wydają się legalne, wszystko zależy jednak od istotności i rzetelności przekazanej na rynek informacji, a także intencji przeprowadzonych operacji giełdowych.

Motywy dokonania przestępstwa i manipulacji instrumentami finansowymi jest najczęściej chęć osiągnięcia zysku, jak również wzrostu wartości posiadanego ich pakietu (w tym również manipulacji kursem akcji instrumentów pochodnych, opartych na akcjach danej spółki) w celu np. podniesienia zabezpieczenia kredytu. Do manipulacji możemy również zaliczyć operacje z konkretnych dni (każdy trzeci piątek marca, czerwca, września i grudnia), kiedy w związku z wygasaniem kontraktów terminowych rośnie aktywność inwestorów, niewywołana innymi, np. makroekonomicznymi, czynnikami. Szczególną uwagę należy tutaj zwrócić na operacje dużych podmiotów, w tym funduszy inwestycyjnych, które mogą w znaczny sposób oddziaływać na wymianę.

Aby rynek kapitałowy, krajowy i międzynarodowy mógł funkcjonować w sposób efektywny, konieczne jest ukształtowanie reguł prawnych gwarantujących jego przejrzystość i poszanowanie interesów wszystkich inwestorów. Często jednak zdarza się tak, że indywidualni akcjonariusze ponoszą stratę, nieświadomie podejmując decyzje wywołane manipulacją. Najczęstszą przyczyną błędów i nadużyć na giełdach papierów wartościowych jest unikanie podawania (lub publikowanie nieprawdy) do publicznej informacji danych na temat:

- prawdziwej sytuacji finansowej emitentów,
- perspektyw rozwoju rynku i samego przedsiębiorstwa,
- struktury akcjonariatu,
- zdarzeń mających wpływ na kondycję spółki.

Informacje te stanowią podstawę do podejmowania decyzji inwestycyjnych i w przypadku manipulacji mogą doprowadzić do spadku zaufania i zainteresowania inwestorów tą dziedziną gospodarki.

3. Manipulacje giełdowe jako błędy i nadużycia zasad ładu korporacyjnego na współczesnych rynkach kapitałowych

Wzrost zainteresowania ładem korporacyjnym (czyli zbiorem reguł warunkujących właściwy sposób budowania relacji pomiędzy spółkami publicznymi a otoczeniem społecznym i gospodarczym) we współczesnej gospodarce światowej jest skutkiem wielkich bankructw olbrzymich korporacji, takich jak Enron Corporation, World-Com lub Xerox. Przypadek pierwszej z wymienionych spółek stał się niejako symbolem problemów na wielką skalę, wynikających z nieuczciwego zachowania osób zarządzających firmami oraz audytorów.

Enron Corporation przed ogłoszeniem bankructwa był uważany za jedno z czołowych przedsiębiorstw branży energetycznej (na giełdzie był uważany za tzw. blue chip, czyli spółkę należącą do grona najbardziej dochodowych), zatrudniał ok. 22 000 pracowników. Jeszcze do listopada 2001 r. firma Enron była uważana za godną zaufania oraz innowacyjną firmę. Kierujący pracami zarządu, Ken Lay, został wybrany do grona 25 najlepszych menedżerów 1997 r. przez magazyn „Business Week”³. W 1997 r. był uczestnikiem Światowego Forum Gospodarczego. Na początku 2001 r. Enron opublikował roczny raport ze swej działalności, który podkreślał prawidłowy sposób zarządzania spółką. W ciągu poprzednich pięciu lat rynkowa cena jej akcji konsekwentnie rosła z 21 do 83 dolarów. Wystarczyło jednak kilka miesięcy, by optymistyczne wskaźniki finansowe osiągnęły historyczne minimum. Problemem okazała się rzeczywista sytuacja, w jakiej znalazła się spółka.

Pod koniec 2001 r. przedsiębiorstwo ogłosiło bankructwo po skandalu związanym z fałszowaniem dokumentacji finansowej firmy. Skutkiem skandalu stał się szybki spadek wartości akcji spółki. W procesie sądowym oskarżono zarząd przedsiębiorstwa i jego dyrektorów wykonawczych o oszustwa finansowe i współdziałanie przestępcze, w tym fałszowanie sprawozdań finansowych, wykorzystywanie informacji poufnych oraz składanie fałszywych oświadczeń.

W procesie dotyczącym upadku Enronu oskarżono firmę audytorską Arthur Andersen o pomoc w ukrywaniu długów firmy i fałszowanie sprawozdań finansowych (jak również niszczenie dokumentów z audytów). Przyczyniło się to do spadku zaufania do firmy audytorskiej. Przypadki obu firm stały się symbolem oszustwa i korupcji w korporacjach.

Problemy Enronu nie są jednak zaskakujące tylko ze względu na skalę. Zaskoczeniem nie był jedynie zły system zarządzania w przedsiębiorstwie (wręcz okradanie firmy przez jej menedżerów), czego skutkiem był nagły spadek cen akcji (zob. rys. 1). Interesujący wydaje się również fakt, iż prawdziwa sytuacja firmy została ujawniona bardzo późno. W czasie istnienia problemów wszystkie raporty finansowe

³ B.W. Kulik, *Agency theory, reasoning and culture at enron: in search of a solution*, „Journal of Business Ethics” 2005, no 59, s. 349.

we publikowane przez przedsiębiorstwa stwierdzały dobrą lub nawet bardzo dobrą kondycję firmy.



Rys. 1. Wykres liniowy kursu akcji firmy Enron (w USD) od 23.04.2000 r. do 11.01.2002

Źródło: dane uzyskane z Enron Securities Litigation website, <http://www.gilardi.com/enron/securities/>, kwiecień 2010.

Obok „twórczej księgowości” (wiele amerykańskich firm zadeklarowało „błędy w systemie księgowości”, m.in.: Xerox Corp., Rite Aid Corp., Owest Communication, International Inc, Adelpia Communications Corp., WorldCom. Corp., AOL Time Warner⁴; w Europie były to Parmalat, Vivendi Universal, Royal Ahold, Skandia Insurance czy Adecco) przyczyną upadku firmy było złe zrozumienie pojęcia ładu korporacyjnego. W większości wymienionych przypadków, oprócz poniesienia odpowiedzialności przez przedsiębiorstwo w stosunku do akcjonariuszy, osoby zarządzające zostały ukarane za oszukiwanie lub ukrywanie ważnych informacji.

Zarząd Enronu był motywowany i wynagradzany przydziałami opcji zakupu akcji. W tym przypadku kryterium oceny jakości zarządzania jest zmiana rynkowej ceny akcji w okresie od przyznania opcji do ich zrealizowania. Zarząd kierował się więc przekonaniem, że wykazując księgowo zyski (nawet przez oszustwa i ukrywanie prawdziwej sytuacji spółki), osiągnie indywidualne korzyści materialne. Sprzedawał bowiem posiadane akcje jeszcze przed ujawnieniem prawdziwego stanu Enronu, korzystając z wysokich cen.

⁴ T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna Wydawnicza a Wolters Kluwer business, Warszawa 2008, s. 44.

Również WorldCom – drugi co do wielkości amerykański operator telefonii międzystrefowej – popełnił „błędy” w systemie księgowania (niepoprawnie zaksięgował kwoty rzędu 4 mld USD). Audytorem w tej spółce również była wspomniana wyżej firma audytorska Arthur Andersen. W wyniku ujawnienia nieprawidłowości zwolniono dyrektora finansowego, wprowadzono korekty w księgi i zobowiązano się do szybkiego zaprezentowania nowych, skorygowanych raportów finansowych. Dalej idące konsekwencje to m.in. wdrożenie programu oszczędnościowego, redukcja zatrudnienia oraz inwestycji.

Z powodu upadków wielkich firm w amerykańskiej gospodarce zostało zmienione podejście do zasad ładu korporacyjnego. W 2002 r. rząd Stanów Zjednoczonych zaakceptował Sarbanes-Oxley Act. Był to swoisty test dla publicznego zaufania do spółek, ponieważ nowo ustanowione prawo pozwoliło na stosowanie kar w stosunku do osób popełniających przestępstwa (oszustwa) na rynkach finansowych (prawo to kładzie odpowiedzialność za księgowość na dyrektorach wykonawczych spółek). Chociaż akt ten został przyjęty jako zbyt restrykcyjny, to koszty moralnych i kryminalnych oszustw były wyższe niż przyjęcie twardych regulacji prawnych. Dzięki nowoczesnym rozwiązaniom prawnym stało się możliwe, by karać finansowe nadużycia, jak również malwersacje z zakresu działań społecznych lub środowiskowych. Sarbanes-Oxley Act stał się również podstawą do zadośćuczynienia akcjonariuszom, których portfele akcji straciły na wartości z winy osób zarządzających spółkami (Enron obłożono karą zapłacenia odszkodowania na rzecz osób, które straciły pieniądze zgromadzone na funduszu emerytalnym spółki, wynoszącego 45 milionów dolarów). Wydaje się to najlepszym sposobem na kontrolowanie menedżerów w ich bieżącej działalności.

Mianem polskiego Enronu zaczęto nazywać Stocznię Szczecińską w dyskusji nad jej kondycją. Jej przykład pokazał, że prywatyzacja jest procesem nie zawsze bezpiecznym, a rynek nie rozwiązuje samoistnie wszystkich problemów.

Pierwszym problemem była rola, jaką odgrywał w stoczni audytor, firma Ernst & Young. Zdaniem przedstawicieli banków nie wywiązał się on należycie ze swoich obowiązków. Przede wszystkim nie zwrócił uwagi już w badaniu sprawozdania finansowego za rok 2000 na zagrożenie dla istnienia spółki. Jednak banki również nie wykazały w swoich analizach wykrycia takiego zagrożenia, a nawet udzielały stoczni kolejnych kredytów⁵.

Innym odstępstwem od normy okazało się nieuczciwe zachowanie zarządzających stocznią: środki z kredytów były przeznaczane na cele inne niż wymieniane w umowach kredytowych. Było to możliwe dzięki temu, że podwykonawcy, którzy mieli wystawiać faktury konieczne w umowach kredytowych, należeli do grupy kapitałowej stoczni. Przeznaczenie inne od zamierzonego miały również kredyty inwestycyjne na zakup nowego sprzętu i rozbudowę grupy kapitałowej. Łączne za-

⁵ Wszystkie dane pochodzą z: *Czy Stocznia Szczecińska to polski Enron?*, „Gazeta Bankowa”, 10.06.2002.

dłużenie w bankach to ok. 1,8 mld zł (wszystkie banki zakwalifikowały należności od Stoczni Szczecińskiej do kategorii poniżej standardu bądź do wątpliwych i utworzyły na nie adekwatne rezerwy celowe; podobnie jak w przypadku Enronu jest to zagrożenie dla zyskowności działalności banków).

Sytuację Enronu przypomina również zaangażowanie w tę sprawę sceny politycznej. W Stanach Zjednoczonych część odpowiedzialności spadła na Białą Dom, w Polsce zaś chęć przejęcia Stoczni Szczecińskiej zadeklarował rząd. Jednak większość akcji była zastawiona w BRE Banku, o czym, co zaskakujące, Skarb Państwa nie wiedział (mimo że był dotąd mniejszościowym akcjonariuszem).

Asymetria informacji w tym przypadku stała się przyczyną zawieszenia działalności stoczni, której kondycja finansowa okazała się katastrofalna. Menedżerowie spółki działali nie tylko na niekorzyść akcjonariuszy, ukrywając prawdziwą jej kondycję, ale również na szkodę samej spółki, której zadłużenie stanowi zagrożenie istnienia firmy.

W wielu korporacyjnych skandalach na przełomie XX i XXI wieku menedżerowie zostali oskarżeni o zatajanie lub zniekształcanie informacji dotyczącej księgowości. Ich celem było kontynuowanie korporacyjnych planów rozwoju i czerpanie korzyści z niewystarczająco ścisłych regulacji, pomimo niesolidnej finansowej pozycji ich spółek. Na przykład kierownicy spółki Enron zaryzykowali użycie nieuczciwej księgowości i przekazywali fałszywe informacje na rynki, korzystając z sieci Internet. W procesie tym czerpali oni znaczne korzyści, ponieważ przyznawali sobie dodatkowe wynagrodzenia, głównie jako opcje i nagrody. Podobne połączenie negatywnych zjawisk nastąpiło we włoskiej spółce Parmalat, której prezes ukrył duże straty i większość ogromnego zadłużenia (powstałego na skutek rozszerzania działalności poza zamierzenia pierwotne – o media, sport i turystykę oraz kierując środki do własnej rodziny)⁶. Rolę podobną do audytorów z Arthur Andersen we Włoszech odegrała firma Grant Thornton.

Również ekspansja finansowania przez pożyczki doprowadziła do kryzysu rynku, ponieważ „kierownicy przekazali na rynek zbyt optymistyczne przewidywania co do przyszłej sytuacji spółek, z pominięciem przedstawienia problemów”⁷ (sytuacja ta dotyczyła m.in. spółek Lehman, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac czy WaMu). Te przykłady sugerują, że pogoń kierowników za osiągnięciem prywatnych korzyści może doprowadzić do oszustw w księgowości i niewiarygodnej kontroli. Jedyną odpowiedzią na takie zachowania może być opracowanie właściwych standardów ładu korporacyjnego i wymagane przepisami prawa przestrzeganie ich.

Badania wykazują, że mniejsza liczba niedociągnięć lub nawet przestępstw w zakresie księgowości i manipulacji kursem akcji jest dokonywana w spółkach, w których zarząd jest rozbudowany o dyrektorów niezależnych, dysponujących wie-

⁶ M. Pagano, G. Immordino, *Corporate Fraud, Governance and Auditing*, Università di Napoli, listopad 2008, <http://ssrn.com/abstract=1337909>.

⁷ *Flood of investor legal actions set to hit peak*, „Financial Times”, 21.10.2008.

dzą specjalistyczną, a wśród członków tego organu zawiązywane są komitety kontrolujące sytuację w spółce⁸.

4. Ład korporacyjny jako środek zaradczy przeciw przestępstwom giełdowym

Niedostatki w dziedzinie regulacji funkcjonowania rynków kapitałowych wynikają najczęściej z niedostatecznego zrozumienia wagi zagadnienia ładu korporacyjnego nie tylko dla zarządzania spółkami publicznymi, ale również dla rozwoju całych rynków kapitałowych. Z perspektywy narodowej promocja właściwie ustalonych zasad ładu korporacyjnego daje dwie możliwości rozwoju dla lokalnych oraz regionalnych rynków kapitałowych. Pierwsza to konieczność zrozumienia, że lokalne rynki papierów wartościowych odgrywają główną rolę w rozwoju przedsiębiorstw w przypadku niedostatku napływu kapitału zagranicznego. Rynki krajów wschodzących często nie doceniają wagi ładu korporacyjnego jako drogi promocji dla rozwoju lokalnych rynków. Druga to podejście inwestorów instytucjonalnych, którzy zwykle stanowią większość inwestorów zagranicznych. Poprawa jakości zasad ładu korporacyjnego powoduje podniesienie poziomu stabilności lokalnych rynków.

Jak wynika z powyższego, niedostatki w rozwoju i implementacji zasad ładu korporacyjnego wynikają z niedoceny jego roli. Instytucje rządowe oraz rynkowe skupiają się początkowo na dofinansowaniu działalności przedsiębiorstw, wspieraniu ich innowacyjności, zapominając o skonstruowaniu właściwych reguł zarządzania, tak aby zagwarantować stały dopływ kapitału od inwestorów (ponieważ właściwy system kierowania i komunikowania się z otoczeniem daje większe poczucie bezpieczeństwa dla inwestowanych środków).

Właściwie stosowane zasady ładu korporacyjnego wymagają odpowiedniego środowiska rozwoju i sprzyjającego klimatu politycznego, gospodarczego i prawnego. Niestety, w krajach rozwijających się nie stanowią one wystarczającej podstawy do opracowywania wysokiej jakości standardów, zmiany następują bowiem w sposób stopniowy. Trudności w tworzeniu odpowiedniej podstawy dla tworzenia zasad ładu korporacyjnego wynikają szczególnie z⁹:

- a) konieczności opracowania zasad prawnych, chroniących własność prywatną,
- b) konieczności uregulowania relacji pomiędzy dawcami a biorcami kapitału,
- c) niewielkiego doświadczenia krajów w budowaniu barier prawnych dla oszustw i korupcji, szczególnie w środowisku biznesowym,
- d) konieczności decentralizacji prawa bankowego, rachunkowości i audytu,
- e) właściwego sformułowania prawa w zakresie bankructw,

⁸ A. Agrawal, S. Chadha, *Corporate governance and accounting scandals*, "Journal of Law and Economics" 2005, nr 48, s. 385.

⁹ *Corporate Governance: Responsibilities, Risks, and Remuneration*, K. Keasey, M. Wright (red.), John Wiley & Sons, USA 1997, s. 117.

f) konieczności stworzenia relacji gospodarczych, opartych na niskich kosztach dostępu do informacji.

Wartości właściwego poziomu zasad ładu korporacyjnego najlepiej są oceniane przez same korporacje. W tabeli 1 przedstawiono opinie inwestorów z poszczególnych regionów świata w zakresie chęci płacenia przez nich wyższej premii (w cenie akcji) za właściwy poziom ładu korporacyjnego w danej spółce. Jak pokazują zebrane dane, odsetek inwestorów zdecydowanych na poniesienie wyższych kosztów w zamian za bezpieczeństwo dokonania inwestycji jest znaczny (83,5% w 2000 oraz 76,2% w 2002 r.). Obrazuje to, w jaki sposób wyceniana jest rynkowa wartość firmy (a więc nie tylko przez osiągnięcia sprzedażowe czy finansowe). Jak pokazują dane, wyższe premie są w stanie zapłacić inwestorzy z regionów, gdzie dostęp do informacji napotyka znaczne utrudnienia (wynikające z czynników politycznych, technologicznych lub zwyczajowych), co jest związane z chęcią uzyskania dodatkowego zabezpieczenia. Niedostatki w dostępie do informacji są pierwszą barierą, którą na drodze rozwoju zasad ładu korporacyjnego muszą pokonać kraje rozwijające się.

Tabela 1. Skłonność inwestorów do płacenia premii spółkom za właściwe wykonywanie zaleceń w zakresie ładu korporacyjnego (w punktach procentowych)

Region	2000	2002
Europa Zachodnia	81	78
Azja	89	78
Ameryka Północna	81	76
Ameryka Łacińska	83	76
Europa Wschodnia/Afryka	b.d.	73
Średnia	83,5	76,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, McKinsey & Company, 2002, s. 26-32.

Kraje rozwijające się otrzymały narzędzia wspomagające ich rozwój oraz budowanie właściwych regulacji ładu korporacyjnego w postaci zaleceń organizacji i instytucji międzynarodowych oraz przykładów rynków wyżej rozwiniętych. Podstawowym warunkiem powodzenia prac nad tym zagadnieniem jest uświadomienie jego rangi nie tylko na szczeblu rządowym i rynkowym, ale również wśród przedsiębiorców i osób zarządzających spółkami (zakładając, że w społeczeństwie istnieje już ugruntowany poziom wiedzy na temat rynku kapitałowego i jego znaczenia dla gospodarki). Konieczne jest prowadzenie stałego monitoringu stosowanych zasad i zmniejszenie luki informacyjnej pomiędzy osobami wewnątrz firm a inwestorami, jak również zmniejszenie dysproporcji w respektowaniu interesów udziałowców mniejszościowych i większościowych. Nie można również zapominać o kształtowa-

niu właściwych relacji pomiędzy wszystkimi grupami interesariuszy i całym otoczeniem spółki publicznej.

W krajach rozwijających się konieczne jest zachęcenie inwestorów instytucjonalnych do powierzenia kapitału nowo powstającym przedsiębiorstwom, wymaga to jednak wypełniania wysokich standardów finansowych i z dziedziny zarządzania kapitałem, a przede wszystkim przejrzystości funkcjonowania. Inwestorzy ci kładą bardzo duży nacisk na bezpieczeństwo lokowanych środków, uważnie śledzą więc sposób przestrzegania zasad ładu korporacyjnego w poszczególnych podmiotach.

Kolejna trudność w budowaniu właściwych standardów ładu korporacyjnego wynika z przekonania samych menedżerów o konieczności ich stosowania dla dobra spółek. Czasami oznacza to dla nich rezygnację z realizacji własnych interesów i konieczność podporządkowania się zewnętrznemu, ale również wewnętrznemu nadzorowi. Skutkuje to jednak większą skłonnością inwestorów do powierzenia kapitału spółkom z rynku kapitałowego, jak również płacenia wyższych cen za akcje.

Z punktu widzenia całej gospodarki ład korporacyjny przyczynia się do budowania stabilności lokalnego rynku papierów wartościowych, ponieważ wyższy poziom zarządzania spółkami przyczynia się do zwiększania zainteresowania inwestorów (również zagranicznych) długoterminowym przekazywaniem wolnych środków do dyspozycji poszczególnych podmiotów. W przypadku zaniedbania budowy regulacji prawnych i zaleceń dla funkcjonowania podmiotów na rynku kapitałowym może dochodzić do przypadków nadużycia zaufania i oszustw w konkretnych przedsiębiorstwach, co jednocześnie może się przyczynić do spadku zaufania dla całego rynku.

5. Skutki manipulacji dla globalnych rynków kapitałowych

Podstawą funkcjonowania globalnych rynków kapitałowych jest rzetelna i prawidłowo przekazana do publicznej wiadomości informacja. Jest to więc również wyznacznik kształtowania warunków współdziałania podmiotów na globalnych rynkach finansowych, których giełdy papierów wartościowych (szczególnie o międzynarodowym znaczeniu) są integralną częścią. Dokonywanie inwestycji w wymiarze międzynarodowym opiera się na właściwych perspektywach osiągnięcia zysku i ocenie efektywności nie tylko poszczególnych krajowych i regionalnych rynków, ale także pojedynczych spółek.

Wykorzystanie informacji prawdziwych, ale niejawnych, znane jako zjawisko *insider trading*, jest najpoważniejszym przestępstwem na rynkach kapitałowych. Najczęściej dopuszczają się go osoby związane ściśle z kierownictwem danej spółki, kierując się większą wiedzą o rzeczywistej sytuacji spółki. Informacje, będące w ich posiadaniu, powodują określone działania – sprzedaż lub kupno akcji, zanim zostaną one przekazane pozostałym inwestorom. Taka praktyka wykorzystywania asymetrii informacji obniża zaufanie do podmiotu gospodarczego, jak również do całego rynku, ale także do wykorzystywania oszczędności przez lokowanie ich na giełdach papierów wartościowych. Obniża to zainteresowanie globalnym rynkiem kapitałowym i wpływa na mniejszą efektywność globalnego systemu finansowego.

Podstawowym zadaniem globalnego rynku kapitałowego jest umożliwienie spółkom z różnych krajów pozyskania w praktyce nieograniczonego dostępu do kapitału, a co za tym idzie – umożliwienie rozwoju podmiotów gospodarczych oraz całych gospodarek krajowych. Efektywny rynek kapitałowy obniża koszty pozyskania tego kapitału, ponieważ ogranicza ryzyko lokowania środków finansowych. Manipulacje kursami instrumentów finansowych są w rzeczywistości operacjami kradzieży oszczędności inwestorów.

Negatywnym skutkiem manipulacji giełdowych jest brak środków na finansowanie inwestycji rozwojowych i tworzenie nowych miejsc pracy. Manipulacja może więc być traktowana w kategoriach przestępstw przeciwko gospodarce rynkowej. Przepływy kapitałowe kierowane są do podmiotów odpowiedzialnych i sprawdzonych, godnych zaufania – często w innych krajach, co jest wynikiem globalizacji rynków kapitałowych. Przestępstwa giełdowe powodują zakłócenie funkcjonowania mechanizmu rynkowego, kształtują nieuczciwe warunki konkurencji, podważają zaufanie do całego systemu finansowego. W konsekwencji może dojść nawet do zahamowania rozwoju poszczególnych rynków i rozprzestrzeniania się nie tylko negatywnych wzorców zachowań, ale również znamion kryzysu finansowego.

Skutki manipulacji giełdowych są dotkliwe nie tylko dla całego systemu finansowego, ale również dla samych spółek, których instrumenty finansowe stały się przedmiotem zakazanych zachowań. Tracą one dobre imię i zaufanie inwestorów, nawet jeżeli nie było związku pomiędzy władzami spółki a negatywnymi zachowaniami. W rezultacie środki finansowe są lokowane w innych instrumentach, poza rynkiem kapitałowym, co w zdecydowanie mniejszym stopniu przekłada się na rozwój poszczególnych gospodarek i całego systemu finansowego.

Literatura

- Agrawal A., Chadha S., *Corporate governance and accounting scandals*, "Journal of Law and Economics" 2005, no 48.
- Corporate Governance: Responsibilities, Risks, and Remuneration*, K. Keasey, M. Wright (red.), John Wiley & Sons, USA 1997.
- Czy *Stocznia Szczecińska to polski Enron?*, „Gazeta Bankowa”, 10.06.2002.
- Enron Securities Litigation website, <http://www.gilardi.com/enron/securities/>, kwiecień 2010.
- Flood of investor legal actions set to hit peak*, "Financial Times", 21.10.2008.
- Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, McKinsey & Company, 2002.
- Kulik B.W., *Agency theory, reasoning and culture at Enron: in search of a solution*, "Journal of Business Ethics" 2005, no 59.
- Pagano M., Immordino G., *Corporate Fraud, Governance and Auditing*, Università di Napoli, listopad 2008, <http://ssrn.com/abstract=1337909>.
- Sójka T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna Wydawnicza a Wolters Kluwer business, Warszawa 2008.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm.
- Wąsowski W., *Manipulacje giełdowe: od fałszywych informacji do nadużyć i przestępstw*, „Przegląd Corporate Governance” 2011, nr 2(26).

THE ROLE OF CORPORATE GOVERNANCE IN SOLVING THE PROBLEM OF MANIPULATIONS ON THE GLOBAL CAPITAL MARKETS

Summary: The occurrence of manipulation on the market price of shares and derivatives is the negative effect on the global capital markets. It is caused by the delivery of unreliable information to investors and causes the destruction of competition. The results of stock manipulations reduce investors confidence to capital markets and are harmful for companies, because they limit the quantity of financial means directed to investments. It is necessary to create the form of legal rules guaranteeing transparency and respect of all investors businesses to make capital market functioning in the effective way. Corporate governance in the present world economy is a result of great bankruptcies of gigantic corporations, such as Enron Corporation, WorldCom, Parmalat or Xerox. Corporate governance contributes to constructing the stability of the market of stocks and derivatives, because higher level of skills of management in companies contributes to enlarging investors interest in long-terming investing.

Keywords: financial manipulations, capital markets, global finance, corporate governance.