

IWONA CHOJECKA

NARUSZENIA ZASAD UCZCIWEGO OBROTU GIEŁDOWEGO



NARUSZENIA ZASAD UCZCIWEGO OBROTU GIEŁDOWEGO

Moim Rodzicom i Rodzeństwu

IWONA CHOJECKA

NARUSZENIA ZASAD UCZCIWEGO OBROTU GIEŁDOWEGO



Wydawnictwo C.H.Beck
Warszawa 2013

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redakcja merytoryczna: Agnieszka Niegowska
Recenzent: prof. dr hab. Bogusław Pietrzak

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: © iStock.com/Antonprado

Seria: Finanse

Poglądy wyrażone w publikacji są poglądami osobistymi autora
i nie prezentują oficjalnego stanowiska instytucji, w której
jest zatrudniony



© Wydawnictwo C.H.Beck 2013

Wydawnictwo C.H.Beck Sp. z o.o.,
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: Studio Graficzne MIMO Michał Moczarski
Druk i oprawa: Totem, Inowrocław

ISBN 978-83-255-5542-9



ISBN e-book 978-83-255-5543-6

Spis treści

Wstęp	9
1. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego a funkcjonowanie rynku kapitałowego	15
1.1. Relacje wynikające z naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego z perspektywy funkcjonowania rynków kapitałowych	15
1.2. Procesy integracyjne zachodzące na rynkach kapitałowych a naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego	21
1.3. Tendencje zmian legislacyjnych na rynkach kapitałowych wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	27
1.4. Zjawiska kryzysowe z punktu widzenia naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	30
1.5. Efektywność rynków kapitałowych a naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego	37
2. Organizatorzy rynku kapitałowego wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	41
2.1. Miejsce organizatorów rynku kapitałowego w strukturze rynku kapitałowego	41
2.2. Giełdy papierów wartościowych wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	44
2.2.1. Giełdy papierów wartościowych w ujęciu instytucjonalnym	44
2.2.2. Funkcje giełd papierów wartościowych w gospodarce	47
2.2.3. Działania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w kierunku zapobiegania naruszeniom zasad uczciwego obrotu giełdowego	50
2.3. Działania centralnych rejestrów depozytowo-rozliczeniowych papierów wartościowych w kierunku zapobiegania naruszeniom zasad uczciwego obrotu giełdowego	61
2.3.1. Centralne rejestry depozytowo-rozliczeniowe papierów wartościowych	61
2.3.2. System rekompensat jako zabezpieczenie przed naruszeniami zasad uczciwego obrotu giełdowego	63

2.4. Organy nadzoru nad rynkami kapitałowymi wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	66
2.4.1. Organy nadzoru jako ochrona instytucjonalna rynku kapitałowego	66
2.4.2. Działania prewencyjne organów nadzoru wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego (<i>a priori</i>)	71
2.4.3. Działania następcze organów nadzoru wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego (<i>a posteriori</i>)	78
2.4.4. Działania arbitralne organów nadzoru	81
3. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego przez spółki publiczne	94
3.1. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego w zakresie ofert publicznych akcji	95
3.1.1. Oferta publiczna – informacje ogólne	95
3.1.2. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego na poszczególnych etapach przeprowadzania oferty publicznej	99
3.2. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego odnośnie do sprawozdawczości finansowej w spółkach publicznych	113
3.2.1. Wiarygodność danych finansowych w dokumentach informacyjnych a zasady uczciwego obrotu giełdowego – zagadnienie rachunkowości kreatywnej i agresywnej	113
3.2.2. Przykłady naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego w sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych	115
3.2.3. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego impulsem twórczym dla regulacji międzynarodowej sprawozdawczości finansowej	118
3.2.4. Rola biegłego rewidenta i etyka wykonywania zawodu wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego w spółkach giełdowych	120
3.3. Obowiązki informacyjne spółek publicznych przez pryzmat naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	127
3.3.1. Geneza obowiązków informacyjnych	127
3.3.2. <i>Ratio</i> obowiązków informacyjnych	129
3.3.3. Charakterystyka obowiązków informacyjnych	131
3.3.4. Obszary naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego w zakresie obowiązków informacyjnych	132
3.4. Rola relacji inwestorskich wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	138
3.4.1. Charakterystyka pojęcia relacji inwestorskich	139
3.4.2. Geneza relacji inwestorskich poprzez pryzmat naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	142
3.4.3. Rola relacji inwestorskich w ujęciu zasad uczciwego obrotu giełdowego	143
3.4.4. Rola relacji inwestorskich w sytuacjach kryzysowych	146
3.5. Prognozy finansowe	149
4. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego przez inwestorów i firmy inwestycyjne	153
4.1. Charakterystyka inwestorów na rynku kapitałowym	153
4.1.1. Struktura inwestorów	153
4.1.2. Znaczenie inwestorów dla rynku kapitałowego	157
4.1.3. Organizacje inwestorów	158

4.1.4. Akcjonariusz mniejszościowy	160
4.1.5. Inwestor etyczny	161
4.2. Działania mające na celu manipulację kursem rynkowym akcji jako naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego	162
4.2.1. Charakterystyka zjawisk manipulacji na rynku akcji	162
4.2.2. Manipulacja na rynkach akcji – studia przypadków	170
4.2.3. Wpływ manipulacji na rynkach akcji na działania uczestników rynku	172
4.3. Wykorzystanie i ujawnienie informacji poufnej (<i>insider trading</i>)	179
4.3.1. Zakres podmiotowy i przedmiotowy informacji poufnych	179
4.3.2. Wykorzystanie i ujawnienie informacji poufnej (<i>insider trading</i>)	183
4.3.3. Linie obrony rynku kapitałowego przed <i>insider trading</i>	184
4.3.4. Przykłady naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego w zakresie <i>insider trading</i>	189
4.4. Linie obrony przed naruszeniami zasad uczciwego obrotu giełdowego według kryterium udziału w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej	193
4.4.1. Znaczne pakiety akcji	193
4.4.2. Wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji	194
4.4.3. Działania podejmowane w porozumieniu	203
4.5. Działania firm inwestycyjnych wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego	205
4.5.1. Działania firm inwestycyjnych na podstawie zasady <i>know your client</i>	205
4.5.2. Przypadki naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego przez firmy inwestycyjne	207
4.5.3. Linie obrony tworzone przez firmy inwestycyjne przed naruszeniami zasad uczciwego obrotu giełdowego	210
5. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego w zakresie <i>corporate governance</i>	216
5.1. Zasady <i>corporate governance</i> jako odpowiedź na naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego	217
5.1.1. Zakres pojęciowy <i>corporate governance</i>	217
5.1.2. Geneza <i>corporate governance</i>	223
5.1.3. <i>Corporate governance</i> w ujęciu modelowym	228
5.1.4. Globalizacja systemów <i>corporate governance</i>	236
5.2. Organizatorzy rynku wobec naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego w zakresie <i>corporate governance</i>	238
5.2.1. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego w sferze dominium funkcjonowania państwa	238
5.2.2. Organizatorzy rynku wobec skandali korporacyjnych	239
5.2.3. Weryfikacja implementacji kodeksów dobrych praktyk	241
5.3. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego w relacjach spółki publicznej z otoczeniem	243
5.3.1. Naruszenia w relacjach ze <i>stakeholders</i>	243
5.3.2. Nieprzejrzysta polityka informacyjna	245
5.4. Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego wynikające z konfliktów interesów	249
5.4.1. Niezależność członków organów nadzorczych	249
5.4.2. Teoria agencji	253

5.4.3. Wynagrodzenia	256
5.4.4. Audyt	259
5.5. <i>Corporate performance</i> jako zależność pomiędzy implementacją zasad <i>corporate governance</i> a wynikami finansowymi spółki	261
5.6. Deklaracje niestosowania zasad Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW (DPSN) przez spółki publiczne a występowanie i rodzaj naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego oraz osiągnięcie przez inwestorów poziom stóp zwrotu z inwestycji	266
5.6.1. Opis badania	266
5.6.2. Wnioski z przeprowadzonej analizy	271
Podsumowanie	291
Bibliografia	301
Indeks	315

Wstęp

Zasady uczciwego obrotu giełdowego (zwane dalej ZUOG) oznaczają takie działanie lub zaniechanie uczestników rynku kapitałowego, które pozostają w zgodzie z obowiązującym prawem, spełnia w sferze etycznej wymogi działania rynków kapitałowych. ZUOG pełnią funkcję równoważącą grę interesów różnych grup uczestników rynków kapitałowych. Swoim zakresem pojęciowym obejmują zdarzenia przebiegające na trzech płaszczyznach: zgodności z przyjętymi zasadami ekonomiczno-prawnymi, zgodności z przesłankami etycznymi funkcjonowania rynków kapitałowych oraz poszanowania interesów uczestników tych rynków. Naruszenia ZUOG polegają nie tylko na nieprzestrzeganiu regulacji prawnych, albowiem w niektórych przypadkach pozostając w zgodzie z obowiązującym prawem, mogą być kwalifikowane jako sprzeczne z normami etycznymi lub naruszać interesy uczestników rynków kapitałowych. Dlatego też granica pomiędzy poszanowaniem i naruszeniem ZUOG może pozostawać płynna i zależeć od indywidualnej analizy danego przypadku. Rolę decyzyjną w tym zakresie oraz rolę równoważącą interesy uczestników rynków kapitałowych odgrywają podmioty organizujące rynki kapitałowe, tj. giełdy, centralne rejestry depozytowo-rozliczeniowe papierów wartościowych, organy nadzorcze nad rynkami finansowymi (zwane dalej łącznie organizatorami).

Na potrzeby niniejszej pracy przyjęto złożoną definicję uczestników rynków kapitałowych, która swoim zakresem pojęciowym obejmuje emitentów instrumentów finansowych, inwestorów oraz firmy inwestycyjne. Uczestnicy rynku kapitałowego zmierzają do tego samego celu, tj. maksymalizacji zysku. W dążeniu do tego zamierzenia funkcjonowanie uczestników rynków kapitałowych jest zawarte w „formule 1:0”, oznaczającej, że osiągnięcie zysku przez jednego uczestnika wiąże się z poniesieniem straty przez innego uczestnika. Na tym etapie dostrzegalne jest funkcjonowanie ZUOG, gdyż granicą dozwolonych działań podejmowanych w ramach stosunków gospodarczych przez jednych uczestników w osiąganiu zysku jest poszanowanie interesów innych uczestników. Dążenie do maksymalizacji zysku przez poszczególnych uczestników ryn-

ków kapitałowych pozostaje kompatybilne, jeżeli przebiega w ramach poszanowania ZUOG, ale może również pozostawać z nimi sprzeczne w sytuacji, gdy uczestnicy starają się osiągnąć cel maksymalizacji przy użyciu metod, środków lub działań pozostających poza zakresem ZUOG. Wówczas to możemy mówić o naruszeniach ZUOG z perspektywy spółek publicznych oraz inwestorów i firm inwestycyjnych, zwłaszcza w kontekście problematyki *corporate governance*.

Nie istnieje definicja legalna ZUOG. Trudno również wskazać rynek kapitałowy, na którym zasady te są w pełni realizowane. Pełne poszanowanie ZUOG charakteryzuje idealny rynek kapitałowy, na którym interesy ekonomiczne, prawne i etyczne jego uczestników pozostają w idealnej równowadze. Jak najszersze zastosowanie ZUOG powinno przyświecać działaniom uczestników rynków kapitałowych, zaś rolą organizatorów rynków staje się dążenie do ułatwienia realizowania tych zasad przez uczestników.

W niniejszej pracy poddano weryfikacji następującą **tezę podstawową**: naruszenia ZUOG stanowią czynnik istotnie wpływający na ekonomiczno-prawne warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych z perspektywy organizatorów tych rynków, spółek publicznych, inwestorów oraz firm inwestycyjnych, a także zasad *corporate governance*.

W pracy dokonano realizacji wiązki celów, które wprawdzie z osobna mają specyficzny charakter, jednak pozostają we wzajemnej ścisłej relacji, to zaś pozwala na kompleksowe ujęcie problematyki będącej przedmiotem niniejszych rozważań.

Celem pracy jest próba określenia, jakie znaczenie dla rozwoju i funkcjonowania rynków kapitałowych mają zachodzące tam naruszenia ZUOG, jakie są ich skutki oraz jakie metody działania powinny być przyjęte przez uczestników i organizatorów rynków w ramach przeciwdziałania takim naruszeniom, reakcji na nie i eliminowania tych zjawisk. Skoncentrowano się przede wszystkim na próbie wykazania istotności wpływu naruszeń ZUOG na rozwój i funkcjonowanie rynków kapitałowych, a to przez stworzenie warunków do wygenerowania zjawisk ekonomicznych, zmian regulacji prawnych oraz działań podejmowanych przez organizatorów rynku kapitałowego. Chodzi zatem o wykazanie, w jakim zakresie naruszenia ZUOG stały się impulsem do dokonywania czynności przez podmioty funkcjonujące na rynkach kapitałowych w kierunku ograniczenia negatywnych skutków wynikających z tych naruszeń, mając na uwadze konieczność zapewnienia wszystkim inwestorom równych możliwości w dostępie do rynku oraz równego i pełnego uczestnictwa w tym rynku. Celem niniejszej pracy jest też zidentyfikowanie wyzwań, jakie stoją przed rynkami

kapitałowymi i zawierają się w skutecznym zapobieganiu nadużyciom, metodach reakcji na nie oraz minimalizacji ich negatywnych skutków i które dostosowane są do aktualnej sytuacji gospodarczej, stopnia dojrzałości rynku oraz uwzględniają zjawiska globalizacji rynków finansowych. Przy czym należy podkreślić, iż naruszenia ZUOG stanowią jeden z wielu elementów wpływających na warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych.

Jeśli natomiast chodzi o przedmiot toczących się tu analiz, to jest nim problematyka wpływu naruszeń ZUOG na rynki kapitałowe na przykładzie rynków kapitałowych znajdujących się w różnej fazie rozwoju, w tym przede wszystkim rynku regulowanego, kasowego, rynku akcji, choć również rynku terminowego. Zakres prezentowanych analiz i badań obejmuje rynki kapitałowe różnych krajów i uwzględnia poszczególne zagadnienia badawcze, co jest podyktowane zamiarem prezentacji specyficznych lub pionierskich działań podjętych na wybranych rynkach, w szczególności na polskim rynku kapitałowym. Takie ujęcie problematyki odgrywa tu rolę porównawczą, z doświadczeń poszczególnych krajów można bowiem czerpać wzorce dla podejmowanych działań na polskim rynku kapitałowym. I tak na podstawie analizy zdarzeń zachodzących pod wpływem naruszeń ZUOG na dojrzałych rynkach kapitałowych będzie można podjąć próbę sformułowania wniosków odnośnie do prognozowanego i pożądanego kierunku zmian zachodzących na rynku kapitałowym w Polsce, przy uwzględnieniu czynnika globalizacji rynków finansowych.

Istotność zjawiska naruszeń ZUOG tkwi w wynikających z tych naruszeń konsekwencjach ekonomiczno-prawnych dla rynku kapitałowego, a te uzależnione są od skali tych naruszeń w postaci: utraty stabilności przez rynek kapitałowy, utraty zaufania w zakresie bezpieczeństwa dokonywania inwestycji na tym rynku, tworzenia sprzyjających warunków do napływania na rynek kapitału spekulacyjnego. Istotność ta ma swoje źródło również w nieustannym narażaniu rynków kapitałowych na występowanie naruszeń ZUOG, choć w różnej skali, formie i różnym zakresie.

Cezura czasowa analizy rynków kapitałowych obejmuje okres od początku XX w. do chwili obecnej. Jednak wobec faktu, iż polski rynek kapitałowy w obecnej formie funkcjonuje od początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, analiza problematyki naruszeń ZUOG rozpoczęta zostanie właśnie wtedy. Przyjęty okres badawczy pozwoli na dokładne przestudiowanie wpływu naruszeń ZUOG na rynki kapitałowe oraz na zidentyfikowanie ich skutków przez uczestników oraz organizatorów rynków kapitałowych, a następnie środków zapobiegawczych i reakcji na zaistniałe naruszenia.

Przedstawiona w pracy tematyka wynika z potrzeby wykazania, iż dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego postrzeganego jako miejsce inwestycji kapitału wymaga zwrócenia większej uwagi na aspekty związane z wykształceniem, udoskonaleniem oraz utrzymaniem odpowiednich mechanizmów reakcji uprzedniej i następnej inwestorów, spółek publicznych, firm inwestycyjnych oraz organizatorów rynku kapitałowego wobec wszelkich rodzajów naruszeń ZUOG. Na podstawie dostępnych analiz, opracowań, danych źródłowych i badań własnych podjęto się wykazania związków pomiędzy naruszeniami ZUOG a zmianami zachodzącymi na rynkach kapitałowych oraz kierunkiem rozwoju tych zmian, a także rozważenia potencjalnych i rzeczywistych skutków naruszeń ZUOG dla rynków kapitałowych na płaszczyźnie organizatorów rynków kapitałowych i ich uczestników.

Przedmiotowa problematyka – pomimo swojej wagi dla rynków kapitałowych – pozostaje zagadnieniem niemal niezauważonym i do tej pory nie doczekała się wielu naukowych opracowań ekonomicznych. Tymczasem naruszenia ZUOG na rynkach kapitałowych stanowią problem aktualny, acz niejednoznaczny. Niedostatek analiz i badań naukowych dotyczących naruszeń ZUOG na rynkach kapitałowych i ich znaczenia dla rozwoju i funkcjonowania tych rynków stanowi zarówno ułatwienie, jak i utrudnienie pracy badawczej: z jednej strony pozwala na wytyczenie nowego kierunku i stanowi wyzwanie naukowe, z drugiej zaś nie pozwala na przedstawienie poglądów innych autorów *stricte* odnośnie do przedmiotowej problematyki oraz na weryfikację postawionej tezy. Dlatego też cytowana tu literatura opisuje problematykę w sposób pośredni – w poszczególnych aspektach funkcjonowania naruszeń ZUOG.

Jeśli zaś chodzi o strukturę niniejszej pracy, to jest ona ściśle podporządkowana weryfikacji obranej tezy oraz realizacji poszczególnych celów badawczych. Całość ujęta została w pięciu rozdziałach, na które składają się elementy zarówno teoretyczne, jak i empiryczne oraz podsumowanie, w którym zostały przedstawione wnioski.

Celem rozdziału pierwszego jest zaprezentowanie problematyki naruszeń ZUOG z punktu widzenia warunków funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych w zakresie zagadnień dotyczących cech, jakie mają, i funkcji, jakie pełnią rynki kapitałowe, oraz ich charakterystyki w ujęciu makro- i mikroekonomicznym, a także procesów integracyjnych przejawiających się w dążeniu do utworzenia jednolitego rynku papierów wartościowych i integracji instytucjonalnej. Zostały w nim też przedstawione tendencje legislacyjne, które przybierają kierunek wyznaczony przez występujące naruszenia ZUOG. Podjęto się

również analizy wpływu kryzysów finansowych na powstawanie i przebieg zjawiska naruszeń ZUOG oraz podatności rynków kapitałowych na te naruszenia w ujęciu różnych form efektywności rynku kapitałowego.

Celem rozdziału drugiego jest scharakteryzowanie funkcji organizatorów rynków kapitałowych (giełd papierów wartościowych, centralnych rejestrów depozytowo-rozliczeniowych, organów nadzoru nad rynkami kapitałowymi), jakie pełnią wobec występowania zjawisk naruszeń ZUOG. W rozdziale tym zostały wskazane podejmowane przez organizatorów rynków kapitałowych działania prewencyjne i następne na skutek potencjalnych i faktycznych naruszeń ZUOG. Dokonano również charakterystyki roli organizatorów rynków kapitałowych wobec zjawisk naruszeń ZUOG, mając na uwadze szczegółowe aspekty wynikające ze specyfiki ich działania i zakresu kompetencji.

Rozdział trzeci ma na celu wykazanie wpływu naruszeń ZUOG przez spółki publiczne na rozwój i funkcjonowanie rynków kapitałowych. Przedmiotowa analiza została tu przedstawiona z perspektywy naruszeń ZUOG w zakresie przeprowadzania ofert publicznych papierów wartościowych, podawania nieprawdziwych danych w dokumentach informacyjnych oraz działań uprzednich i następnych wobec tych naruszeń ze strony organizatorów rynku kapitałowego. Poruszono również problematykę wpływu naruszeń ZUOG na rynki kapitałowe w zakresie sprawozdawczości finansowej, ze szczególnym uwzględnieniem rachunkowości kreatywnej i agresywnej, międzynarodowej sprawozdawczości finansowej, roli biegłego rewidenta oraz prognoz finansowych. Istotne zagadnienie w zakresie tematyki naruszeń ZUOG w analizowanym obszarze stanowi wskazanie na skutki niedostatecznej transparentności spółek publicznych, przejawiające się w naruszeniach obowiązków informacyjnych, i ich konsekwencje z perspektywy relacji inwestorskich.

Celem rozdziału czwartego jest wykazanie wpływu naruszeń ZUOG przez inwestorów i firmy inwestycyjne na warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych, ze szczególnym uwzględnieniem studiów przypadków naruszeń ZUOG. W rozdziale podjęto się charakterystyki i określenia roli inwestorów i firm inwestycyjnych, jaką odgrywają oni na rynkach kapitałowych. Analiza wpływu naruszeń ZUOG przez inwestorów objęła manipulację kursem rynkowym akcji, wykorzystanie i ujawnienie informacji poufnej, zagadnienia znacznych pakietów akcji, wezwań na sprzedaż i zamiany akcji i działań podejmowanych w porozumieniu. Zidentyfikowano również linie obrony przyjmowane przez rynki kapitałowe w odpowiedzi na naruszenia ZUOG w podanych aspektach, zwłaszcza przez firmy inwestycyjne.

Rozdział piąty, ostatni, prezentuje wpływ naruszeń ZUOG na kształtowanie się zasad *corporate governance*. W rozdziale tym scharakteryzowano pojęcie i genezę *corporate governance* oraz zaprezentowano funkcjonowanie zasad *corporate governance* w ujęciu modelowym z perspektywy naruszeń ZUOG, z uwzględnieniem zjawisk globalizacji systemów *corporate governance*. Następnie analizie poddano pozycję organizatorów rynku kapitałowego wobec naruszeń ZUOG w zakresie *corporate governance*, naruszeń ZUOG w relacjach spółki publicznej z otoczeniem, naruszeń ZUOG w działaniu organizacji wynikających z konfliktów interesów. Poruszono zagadnienie procesu ewolucji zasad *corporate governance* jako odpowiedzi na naruszenia ZUOG oraz ich skuteczności w zapobieganiu dalszym naruszeniom. Zaprezentowano badania wykazujące wpływ stosowania zasad ładu korporacyjnego na wyniki finansowe spółek oraz wyniki badania własnego w ujęciu ilościowym i jakościowym, dotyczące zależności pomiędzy deklarowaniem niestosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki publiczne a podatnością tych spółek na występowanie naruszeń ZUOG oraz uzyskiwanym poziomem stóp zwrotu z inwestycji.

W pracy wykorzystano następujące metody badawcze:

- ▶ analiza literatury przedmiotu,
- ▶ metoda opisowa,
- ▶ analiza porównawcza danych statystycznych,
- ▶ analiza treści dokumentów giełd papierów wartościowych, organów nadzorczych, centralnych rejestrów depozytowo-rozliczeniowych, raportów instytutów badawczych i innych podmiotów oraz aktów prawnych, ukierunkowana na poszukiwanie odpowiedzi na postawione problemy badawcze,
- ▶ przedstawienie wyników badań oraz sformułowanie wniosków.

Wykorzystanie tych metod badawczych umożliwiło zweryfikowanie postawionej tezy, realizację celów pracy oraz pełniejszą prezentację zagadnienia wpływu naruszeń ZUOG na warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych.

W pracy wykorzystano dane źródłowe pochodzące z publikacji organizatorów rynku kapitałowego, a w szczególności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz giełd, rejestrów instrumentów finansowych, nadzorów finansowych w innych krajach, raportów, biuletynów, aktów prawnych, a także wiele publikacji naukowych o charakterze zwartym i luźnym z zakresu ekonomii, finansów, zarządzania, prawa rynku kapitałowego. Do prezentacji niektórych zagadnień oraz danych liczbowych posłużyły tabele i rysunki.

1 Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego a funkcjonowanie rynku kapitałowego

W rozdziale przedstawiono charakterystykę funkcjonowania rynków kapitałowych z uwzględnieniem roli, jaką odgrywają w gospodarce, oraz dokonano przeglądu procesów integracyjnych zachodzących na rynkach kapitałowych. Wskazano na kształtujące się tendencje zmian przepisów prawnych dotyczących rynków kapitałowych na skutek występujących naruszeń ZUOG, zwłaszcza w okresach kryzysów finansowych, oraz zwrócono uwagę na podatność rynków kapitałowych na naruszenia ZUOG uzależnioną od przyjętej formy efektywności rynku kapitałowego i stopnia jego dojrzałości.

1.1. Relacje wynikające z naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego z perspektywy funkcjonowania rynków kapitałowych

Analiza wpływu naruszeń ZUOG na rynki kapitałowe z perspektywy organizatorów rynku, inwestorów, firm inwestycyjnych i spółek publicznych wymaga przedstawienia roli, jaką odgrywają rynki kapitałowe w gospodarce, gdyż zachodzące na tej płaszczyźnie procesy mogą mieć istotny wpływ na rozwój i funkcjonowanie występujących na tych rynkach naruszeń. „Jednym z niezbędnych atrybutów silnego pod względem gospodarczym państwa jest prawidłowo rozwinięty rynek kapitałowy, zarówno publiczny, jak i prywatny. Wynika to przede wszystkim z funkcji, które rynek kapitałowy spełnia w gospodarce: umożliwia zwiększenie efektywności mobilizacji, wyceny i aloka-

cji kapitału. Innymi słowy, silny i efektywny rynek kapitałowy to: niższa cena kapitału dla przedsiębiorców, wzrost transparentności obrotu gospodarczego, optymalizacja alokacji oszczędności obywateli w krajowej gospodarce, a także większa innowacyjność gospodarki i możliwość elastycznego reagowania na zmiany. Należy podkreślić, że dobrze działający rynek kapitałowy nie tylko stanowi drożny kanał konwersji oszczędności w inwestycje, ale także sprzyja procesom prywatyzacyjnym, restrukturyzacji, [procesom] wdrażania innowacji i nowych technologii oraz podnoszenia efektywności przedsiębiorstw. Dostarczając środki od inwestorów skłonnych do ponoszenia wyższego ryzyka, umożliwia ponadto rozwój podmiotom, które mogą mieć trudności z uzyskaniem kredytu bankowego (efekt luki kapitałowej). Rynek kapitałowy jest niezbędny dla procesu, z pewnością bardzo pożądanego dla polskiej gospodarki, przekształcania się mikro- i małych firm w średnie, a następnie w duże przedsiębiorstwa.

Zaletą rynku kapitałowego w procesach gospodarczych jest umożliwienie większej dywersyfikacji ryzyka (rozproszone struktury własności) i ułatwienie finansowania nowych firm, których podstawową wartością są perspektywy rozwojowe, wiedza i kapitał ludzki. Umożliwiając dalszy rozwój firmom działającym w innowacyjnych branżach, rynek kapitałowy pozwala jednocześnie finansować wydatki na rzecz rozwoju i badań. W tych procesach szczególnie istotną rolę odgrywa niepubliczny rynek kapitałowy (w tym szczególnie fundusze *venture capital*), który jest ważnym ogniwem całego rynku kapitałowego i stanowi bezpośrednie zaplecze rynku publicznego” [*Strategia rozwoju rynku kapitałowego...*, 2004, s. 6–7]. Jednak rola polskiego rynku kapitałowego w gospodarce jest zdecydowanie mniejsza w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej. Pokazuje to wskaźnik relacji kapitalizacji rynku giełdowego do PKB, który dla Polski na koniec grudnia 2003 r., czyli jeszcze przed wstąpieniem do UE, wynosił 20,7%, przy średniej europejskiej około 50% [Ciejpa-Znamirovski, 2007, s. 88] dla modelu rynku kapitałowego kontynentalnego i około 100% dla modelu rynku kapitałowego anglosaskiego. Na koniec 2010 r. wskaźnik ten kształtował się w Polsce na poziomie 38,4% [*Raport o funkcjonowaniu polskiego rynku finansowego...*, 2011], co może oznaczać stopniowy wzrost w regionie makroekonomicznego znaczenia polskiego rynku kapitałowego. Spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej relacja kapitalizacji rynku giełdowego do PKB plasuje się na porównywalnym poziomie w Czechach (36%), znacznie niższa jest w Bułgarii (17%) i Rumunii (19%), zaś zdecydowanie wyższa na Węgrzech (70%) i w Chorwacji (52%).

Dobrze rozwinięty rynek kapitałowy posiada kilka istotnych cech, a zaliczamy do nich: wysoką płynność, dematerializację obrotu, koncentrację obrotu, równy dostęp do rzetelnej i pełnej informacji, administracyjny nadzór nad rynkiem zapewniający bezpieczeństwo obrotu. Jako podstawowe funkcje rynku kapitałowego, niezależnie od stopnia jego dojrzałości i formy organizacyjnej, wymienia się [Pietrzak, Markiewicz, 2007, s. 302]:

- ▶ funkcję alokacyjną – rozumianą jako rozmieszczenie rozporządzalnych czynników produkcji w różnych dziedzinach działalności,
- ▶ funkcję informacyjną – zapewniającą dostarczenie informacji oferentom środków kapitałowych oraz poszukującym tych środków,
- ▶ funkcję transformacyjną – polegającą na zamianie oszczędności w kapitał przynoszący dochód,
- ▶ funkcję wyceniającą – przejawiającą się w wycenie jednostek kapitałowych,
- ▶ funkcję dyscyplinującą – zawierającą się w dążeniu do uzyskania wpływu dawców kapitału na decyzje podejmowane przez beneficjentów kapitału w celu zwiększenia prawdopodobieństwa ich odzyskania.

Szczególną rolę odgrywa funkcja alokacyjna kapitału. „Najpierw podmioty posiadające wolne środki finansowe inwestują je na rynku pierwotnym w takie inwestycje rynku kapitałowego, które – według ich oceny – są w stanie zapewnić zadowalającą stopę zwrotu [...]. Natomiast na rynku kapitałowym wtórnym, w ramach dokonywanego pomiędzy inwestorami obrotu papierami wartościowymi, następuje realokacja ulokowanego już w przedsięwzięciach kapitału. Na skutek zmian warunków gospodarowania oraz ustawicznej wyceny rynkowej (poprzez rynek giełdowy) dokonanych inwestycji jedni inwestorzy «wychodzą» z danej inwestycji, inni w nią «wchodzą», a jeszcze inni zamieniają na inną, spodziewając się wyższej stopy zwrotu” [Dębski, 2007, s. 107–108].

Do obszarów zagrożeń polskiego rynku kapitałowego zalicza się czynniki ryzyka charakterystyczne dla tzw. rynków rozwijających się (ang. *emerging markets*), czyli niską kapitalizację, niską płynność obrotów, niestabilność koniunktury giełdowej, wciąż niezadowalający poziom zaangażowania inwestorów indywidualnych [Ciejpa-Znamirowski, 2004, s. 38]. W badaniu przeprowadzonym w 2012 r. przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych na próbie ponad sześciu tysięcy inwestorów indywidualnych jako największe słabości polskiego rynku kapitałowego respondenci wskazali: podatek od zysków kapitałowych (42,7%), zbyt dużą podatność na wahania rynków zagra-

nicznych (42,3%), wysokie koszty transakcyjne (32,4%), niski poziom edukacji finansowej (32%), małą płynność (28%), przestępstwa na rynkach kapitałowych, w tym manipulacje kursem (21,4%), niską jakość komunikacji z inwestorami (16,5%), brak poszanowania praw akcjonariuszy mniejszościowych (16,3%), złe uwarunkowania prawne (7,1%), niską jakość działania instytucji rynku kapitałowego (3,7%). Wyniki przeprowadzonego badania wykazały prawidłowość, zgodnie z którą „uszeregowanie negatywnych cech polskiego rynku kapitałowego zmienia się wraz ze wzrostem wartości portfela. Inwestorom posiadającym oszczędności powyżej 0,5 mln zł bardziej niż statystycznemu inwestorowi przeszkadza niska płynność czy złe uwarunkowania prawne bądź też brak poszanowania praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz niska jakość komunikacji spółek z inwestorami” [Ogólnopolskie Badanie Inwestorów..., 2012]. Jak wynika z badania, ponad jedna czwarta ankietowanych wskazała naruszenia ZUOG, których przejawem są przestępstwa giełdowe, jako słabość polskiego rynku kapitałowego, co świadczy o istotności problemu naruszeń ZUOG dla inwestorów indywidualnych. Wysoki współczynnik odpowiedzi wskazujących na zbyt małą płynność polskiego rynku kapitałowego pozostaje w korelacji z problemem występowania przestępczości na rynkach kapitałowych, gdyż niska płynność rynku sprzyja występowaniu zjawisk naruszeń ZUOG.

Rynki kapitałowe funkcjonują w określonym otoczeniu makroekonomicznym, które determinuje wyzwania, jakie stoją przed nimi w zakresie zapobiegania naruszeniom ZUOG i zwalczania ich. „W skali makroekonomicznej na polski rynek kapitałowy mają wpływ dwie podstawowe grupy czynników:

- ▶ kształtowanie się podstawowych wskaźników ekonomicznych w polskiej gospodarce – szczególne znaczenie w tym względzie ma wiarygodna polityka fiskalno-monetarna (ang. *policy mix*); dotychczasowe doświadczenia wskazują, że w niektórych przypadkach inwestorzy pozytywnie reagowali na teoretycznie niekorzystne dla segmentu akcji posunięcia monetarne (np. podnoszenie stóp procentowych), ponieważ mogły one stabilizować sytuację makroekonomiczną kraju;

- ▶ sytuacja na wiodących rynkach zagranicznych, będąca pochodną sytuacji ekonomicznej – w tym względzie z punktu widzenia polskiego rynku istotna jest sytuacja na rynku amerykańskim (stwierdzona korelacja pomiędzy indeksami NASDAQ a WIG) oraz na rynku UE” [Pietrzak i in., 2008, s. 303–305].

Przy czym zgodnie ze stwierdzeniem J.K. Galbraitha z połowy lat pięćdziesiątych XX w. kierunek impulsów wzrostu przebiega od gospodarki do rynków

kapitałowych, nigdy odwrotnie, co wprost proporcjonalnie uzależnia rozwój i funkcjonowanie rynku kapitałowego od sytuacji ekonomicznej kraju. Tak więc np. występujące kryzysy gospodarcze mogą przekładać się na zmniejszenie stabilności cen rynkowych akcji, a co za tym idzie na wzrost wrażliwości rynku kapitałowego na naruszenia ZUOG.

Z mikroekonomicznego punktu widzenia należy podkreślić, iż na rynku kapitałowym nie ma możliwości zupełnej eliminacji naruszeń ZUOG, ale powinno się podejmować kroki, by ich rozmiary mogły być kontrolowane przez rynek, a ściślej przez mechanizmy konkurencji, ta bowiem sprawia, że „niewidzialna ręka rynku” sprowadza zakres spekulacji do rozmiarów obiektywnie użytecznych dla gospodarki. „Na rynku kapitałowym konkurencja przebiega w kilku obszarach:

- ▶ między inwestorami,
- ▶ o nabywcę między emitentami papierów wartościowych,
- ▶ między pośrednikami rynku kapitałowego.

Konkurencja między inwestorami zmierza do uzyskania największych korzyści z lokat kapitału w różne papiery wartościowe. W zależności od tego, czy korzyści związane są z dywidendą, czy ze spekulacją, inwestorzy konkurują:

- ▶ za pomocą swojej wiedzy o funkcjonowaniu gospodarki i rynku kapitałowego oraz umiejętności jej wykorzystania do przetwarzania informacji dostarczanych przez rynek,

- ▶ za pomocą wiedzy o zjawiskach losowych i funkcjonowaniu rynku kapitałowego oraz umiejętności przewidywania zmian cen papierów i skłonności do ryzyka.

Konkurencja ta przebiega według zasady niezależnej inicjatywy i formalnej równości. Zlecenia inwestorów są bowiem przejmowane i realizowane anonimowo w warunkach równego dostępu informacji istotnych dla ceny papieru wartościowego. Podstawowe działania nieuczciwej konkurencji między inwestorami to wykorzystanie poufnych informacji oraz manipulowanie ceną papieru.

Szczególnym problemem konkurencji między inwestorami jest ocena zjawiska spekulacji. Z badań nad tym problemem wynika, że szkody dla klientów powstają wówczas, gdy spekulacji towarzyszy zanik lub znaczne osłabienie konkurencji i uzyskanie przez spekulantów pozycji monopolistycznej bądź dominującej w danym segmencie rynku kapitałowego. Negatywna ocena spekulacji jest zatem usprawiedliwiona wówczas, gdy pojawia się sytuacja monopolistyczna, dzięki której możliwe jest manipulowanie ceną papieru. Jeżeli