

Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego jako czynnik wpływający na rozwój i funkcjonowanie rynków kapitałowych

Wprowadzenie

Zasady uczciwego obrotu giełdowego (dalej: ZUOG) oznaczają takie działanie lub zaniechanie, które pozostając w zgodzie z obowiązującym prawem, spełnia jednocześnie wymogi w sferze etycznej funkcjonowania rynków kapitałowych. ZUOG swoim zakresem pojęciowym obejmuje 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 nie tylko zawierają się w nieprzestrzeganiu regulacji prawnych, ale nawet pozostając w zgodzie z obowiązującym prawem, mogą jednocześnie 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 bilansującą interesy uczestników rynków kapitałowych pełnią podmioty organizujące rynki kapitałowe tj. giełdy, centralne rejestry papierów wartościowych, organy nadzorcze nad rynkami finansowymi (zwani dalej łącznie „organizatorami”).

W artykule przyjęto złożoną definicję uczestników rynków kapitałowych, która obejmuje swoim zakresem pojęciowym emitentów instrumentów finansowych, inwestorów indywidualnych, kwalifikowanych oraz firmy inwestycyjne. Uczestnicy tych grup zmierzają do tego samego celu tj. maksymalizacji zysku, które to działanie może wiązać się z poniesieniem straty przez inne grupy uczestników rynku. Na tym etapie jest dostrzegalne funkcjonowanie ZUOG, gdyż gra-

¹ Autorka jest pracownikiem Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. Poglądy wyrażone w artykule są poglądami autorki i nie wyrażają oficjalnego stanowiska KNF ani Urzędu KNF.

nicą dozwolonych działań podejmowanych w ramach stosunków gospodarczych przez jednych uczestników w celu osiągnięcia zysku – jest poszanowanie interesów innych uczestników. Dążenie do maksymalizacji zysku przez uczestników rynków kapitałowych pozostaje kompatybilne w drodze do realizacji tego celu, jeżeli przebiega w oparciu o poszanowanie 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. Na tym etapie zaczynają być dostrzegalne naruszenia ZUOG, które mogą być dokonywane przez emitentów instrumentów finansowych oraz inwestorów i firmy inwestycyjne, przy jednoczesnym zwróceniu szczególnej uwagi na problematykę *corporate governance*. Wyzwanie, które stoi przed rynkami kapitałowymi zawiera się w skutecznym zapobieganiu, metodach reakcji na naruszenia ZUOG oraz minimalizacji negatywnych skutków tych naruszeń dostosowanych do aktualnej sytuacji gospodarczej oraz stopnia dojrzałości rynku. Decydującą rolę w tym procesie pełnią organizatorzy rynku kapitałowego.

Celem artykułu jest próba określenia, jakie znaczenie i skutki dla kształtu rynków kapitałowych wiążą się z zachodzącymi na tych rynkach naruszeniami ZUOG oraz jakie metody działania powinny być przyjęte przez uczestników oraz organizatorów rynków w celu prewencji, reakcji i eliminowania zjawisk naruszeń ZUOG. Problematyka artykułu koncentruje się przede wszystkim na próbie wykazania wpływu naruszeń ZUOG na rozwój i funkcjonowanie rynków kapitałowych, które stworzyły warunki do wygenerowania zjawisk ekonomicznych, zmian regulacji prawnych oraz odpowiednich działań podejmowanych przez organizatorów rynku kapitałowego. Przy czym należy podkreślić, iż naruszenia ZUOG stanowią jeden z wielu elementów wpływających na warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych.

1. Naruszenia ZUOG z perspektywy funkcjonowania rynku kapitałowego

Wielość aspektów funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych wywiera istotny wpływ na występowanie naruszeń ZUOG na tych rynkach. Do zagrożeń rynków kapitałowych należy przede wszystkim niedostateczna płynność rynków, która zwiększa ich podatność na naruszenia ZUOG w postaci występowania zjawisk przestępczości giełdowej.

Z punktu widzenia makroekonomicznego występujące kryzysy gospodarcze mogą przekładać się na zmniejszenie się stabilności rynku akcji, a co za tym idzie wrażliwości rynków kapitałowych na naruszenia ZUOG, przy czym to często sytuacja kryzysowa wypukla skalę potrzebnych do przeprowadzenia zmian ekonomiczno-prawnych na tych rynkach. Z punktu widzenia mikroekonomicznego na rynku kapitałowym nie ma możliwości zupełnej eliminacji naruszeń ZUOG,

ale powinno się podejmować działania, aby ich rozmiary mogły być kontrolowane przez mechanizmy konkurencji. Konkurencja sprawia, że „niewidzialne ręka rynku” sprowadza zakres spekulacji do rozmiarów obiektywnie użytecznych dla gospodarki. Jednak mechanizm samoregulacji wynikającej z wolnej konkurencji doskonale sprowadza się na rynku towarów i usług, ale już nie na rynku finansowym, gdzie handluje się ryzykiem, a poszczególne produkty finansowe są nośnikiem tego ryzyka.

Postępująca integracja rynków kapitałowych przyczyniła się do ujednoczenia podejścia do występujących na tych rynkach naruszeń ZUOG. Dzięki temu ułatwieniu uległo wykrywanie i zapobieganie tym zjawiskom. Z drugiej jednak strony, postępująca integracja rynków kapitałowych może przyczyniać się do zwiększania ich podatności na naruszenia ZUOG, w szczególności w odniesieniu do mniej płynnych rynków kapitałowych, za sprawą napływu na te rynki kapitału spekulacyjnego.

Zjawiska naruszeń ZUOG wymusiły powstanie nowych warunków funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych w konstrukcji regulacji prawnych, które nadają im kształt. Postępująca szczegółowość regulacji rynku kapitałowego i ich regulacja głównie na poziomie ustawowym utrudnia dostosowanie czynności nadzorczych do dynamicznie rozwijającego się rynku kapitałowego. Obserwuje się więc tendencje w kierunku uzupełniania sztywnych regulacji – regulacjami formułowanymi przez organizatorów rynków kapitałowych o charakterze rekomendacji. Działanie to umożliwi szybsze dostosowanie wymogów prawnych do dynamicznie zmieniających się warunków funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych. Tendencje liberalizacyjne w prawodawstwie podlegają zahamowaniu w okresach występujących na rynkach kapitałowych sytuacji kryzysowych, gdyż wówczas uwypukla się potrzeba dokonywania określonych zmian o charakterze ekonomiczno – prawnych warunków funkcjonowania tych rynków. Skutkuje to powstaniem zjawiska tworzenia nowych i uszczegółowienia istniejących regulacji prawnych.

W okresie kryzysu dojrzały rynek kapitałowy może wykazywać niższą podatność na występowanie zjawisk naruszeń ZUOG oraz równolegle może charakteryzować się mniejszą wrażliwością na skutki naruszeń ZUOG w porównaniu z rynkami na niższym etapie rozwoju. Jest to spowodowane tym, iż na dojrzałym rynku kapitałowym może być trudniejsze dokonywanie naruszeń ZUOG w związku z wykształceniem się mechanizmów ochronnych tych rynków.

2. Organizatorzy rynku kapitałowego wobec naruszeń ZUOG

Jednym z czynników wpływających na warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych, w jakich działają organizatorzy rynków kapitałowych, są mające miejsce na tych rynkach kapitałowych naruszenia ZUOG. Sytuacja ta powoduje, iż wobec niniejszego stanu rzeczy nadrzędny cel przyświecający podmiotom organizującym rynki kapitałowe stanowi ograniczenie lub eliminacja ryzyka występowania naruszeń ZUOG.

Działaniami podjętymi przez giełdy papierów wartościowych w kierunku zminimalizowania skutków naruszeń są np.: zapewnienie uczestnikom rynków bezpiecznych systemów transakcyjnych, możliwość zawieszenia obrotu akcjami w określonych przypadkach, wymogi stawiane odnośnie kapitalizacji notowanych spółek, możliwość odmowy dopuszczenia do obrotu instrumentów finansowych oraz zasada anonimowości obrotu.

Naruszenia ZUOG w postaci działań spekulacyjnych na rynkach kapitałowych stały się impulsem do wprowadzenia mechanizmów zwiększających płynność, co może stanowić czynnik zmniejszający podatność rynku na te naruszenia. Na polskim rynku kapitałowym podjęto działania zwiększające płynność podejmowane przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: GPW) w postaci np.: stworzenia Programu Wspierania Płynności oraz powołania tzw. Listy Alertów, wydłużenia sesji giełdowej, a także możliwości publikacji raportów bieżących w czasie sesji giełdowej. Natomiast przypadki naruszeń ZUOG polegające na manipulacji kursami akcji na fixingu stały się impulsem do wprowadzenia zmian reguł wyliczania kursu zamknięcia kontraktów terminowych, przyjęcia reguły informowania o koncentracji otwartych pozycji oraz dokonania zmian w regulaminie i szczegółowych zasadach obrotu w postaci np. zmniejszenia dopuszczalnego zakresu zmian cen w trakcie jednej sesji i w niektórych przypadkach możliwości ograniczenia wolumenu zlecenia. Naruszenia ZUOG w zakresie wypowiedzi publicznych na temat zagadnień rynku kapitałowego zapoczątkowały podjęcie działań przez GPW o tzw. charakterze „miękkim”, czego przejawem stało się powołanie Rady Edukacji i Ładu Informacyjnego.

Uzupełnienie roli giełd papierów wartościowych w przedmiotowej problematyce stanowią funkcje pełnione przez centralne rejestry papierów wartościowych. W Polsce Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: KDPW) tworzy i prowadzi obowiązkowy system rekompensat w celu zagwarantowania inwestorom wypłat w przypadku upadłości lub niewypłacalności uczestnika systemu. Przypadek niewypłacalności jednego z jego uczestników zapoczątkował zmiany tego systemu i powstanie koncepcji objęcia tym systemem dodatkowych podmiotów. Poprawie bezpieczeństwa inwestycji na polskim rynku kapitałowym miało służyć rozdzielenie w lipcu 2011 r. funkcji izby rozliczeniowej i izby rozrachunkowej.

Idea powołania i określenia ram funkcjonowania organów nadzoru nad rynkami kapitałowymi znalazła swoje źródło w mających miejsce naruszeniach ZUOG i ma na celu ograniczenie lub zapobieżenie występowaniu naruszeń ZUOG. Najefektywniejszy sposób akcji prewencyjnej wobec naruszeń ZUOG ze strony nadzorcy jest oparty na analizie ryzyk generowanych dla tych rynków za sprawą naruszeń ZUOG. Nadzór prewencyjny przejawia się poprzez komunikaty wydawane przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: KNF) w celu zwrócenia uwagi uczestnikom rynków kapitałowych na pojawiające się możliwości naruszeń ZUOG, a także stworzenie katalogu spraw, które obligatoryjnie podlegają rozstrzygnięciu przez organ nadzoru. Do

działań następczych nadzoru zalicza się szereg instrumentów i działań podejmowanych po wystąpieniu naruszeń ZUOG lub podejrzeniu jego popełnienia tj.: prowadzenie postępowania wyjaśniającego, przyznanie uprawnień policyjnych i prokuratorskich, wprowadzenie sankcji administracyjnych. Poprawa efektywności wykrywania nadużyć na polskim rynku kapitałowym, w szczególności w zakresie efektywności wykrywania i karania naruszeń ZUOG, mogłaby nastąpić poprzez powołanie samodzielnego biura śledczego funkcjonującego w strukturze Urzędu KNF.

3. Naruszenia ZUOG przez emitentów

Naruszenia ZUOG ze strony emitentów papierów wartościowych w postaci np. bezprawnego proponowania nabycia akcji lub podawania nieprawdziwych danych w dokumentach informacyjnych powodują reakcję następczą KNF w oparciu o uprawnienia ustawowe tj. możliwość wymierzania kar administracyjnych lub skierowania zawiadomień do prokuratury o podejrzeniu popełnienia przestępstwa. Jednak obok powyższych uprawnień dyscyplinujących emitentów, Urząd KNF powinien dysponować szerszym zakresem instrumentów o charakterze uznaniowym wobec naruszeń ZUOG. Naruszenia te mogą wprawdzie pozostawać w zgodzie z przepisami prawa, ale jednocześnie mogą stanowić naruszenie ZUOG w aspekcie ekonomicznym i etycznym. Szersze uprawnienia organów nadzoru o charakterze uznaniowym umożliwiłyby podejmowanie kroków zarówno uprzednich, jak i następczych w sytuacji wystąpienia zagrożenia naruszeniem ZUOG w sposób bardziej elastyczny i efektywny niż za sprawą zmian przepisów. Wynika to z faktu, iż w momencie wejścia regulacji prawnych w życie mogą one nie być już dostosowane do realiów dynamicznie rozwijającego się rynku kapitałowego.

Występowanie zjawisk naruszeń ZUOG przez emitentów w zakresie sprawozdawczości finansowej, przejawiających się w aferach księgowo-audytorskich, skutkowało podjęciem działań zmierzających do ograniczenia skali ich występowania. Krokiem do realizacji tego celu było wprowadzenie standardów MSR/MSSF lub GAAP, które dzięki posiadaniu cechy porównywalności miały eliminować występowanie zjawisk asymetrii informacyjnej na rynkach kapitałowych oraz miały powodować ograniczenie negatywnych praktyk księgowych. Nieprawidłowości w zakresie prognoz finansowych spowodowały natomiast na polskim rynku kapitałowym wysunięcie propozycji obowiązku badania przez biegłego rewidenta wszystkich publikowanych przez spółki publiczne prognoz finansowych oraz obowiązku odwołania „nieformalnych” prognoz, nie tylko tych zamieszczonych w dokumentach informacyjnych związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

Naruszenia ZUOG w zakresie sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych, które występowały z udziałem biegłych rewidentów uruchomiły odpowiednie instytucje i procedury mające za zadanie prewencję i reakcję wobec tych zjawisk. Przejawem niniejszego stanu rzeczy było uchwalenie regulacji ustawo-

wych i zasad etycznych wprowadzających mechanizmy zapewniające bezstronność i niezależność biegłych rewidentów (np. okresowa rotacja biegłych rewidentów) oraz powołanie organów nadzorujących ich pracę.

Rozpoczęto również rozważania nad gruntowną zmianą polityki informacyjnej spółek publicznych oraz zwiększeniem ich otwartości informacyjnej jako próby uniknięcia występowania takich zdarzeń w przyszłości. Przywiązywanie wagi do obowiązku upublicznienia informacji o spółkach publicznych ma na celu minimalizację występowania naruszeń ZUOG mogących przejawiać się na tle asymetrii informacyjnej. Dlatego też tak bardzo istotnym działaniem jest konieczność wprowadzenia mechanizmów zapewniających transparentność informacyjną spółek publicznych na rozwijających się rynkach kapitałowych, które mogą być w tym zakresie bardziej podatne na występowanie naruszeń ZUOG wobec braku wieloletniej tradycji i niedostatecznego poziomu standardów informacyjnych obowiązujących na tych rynkach.

Kryzys zaufania związany z naruszeniami ZUOG spowodowany aferami finansowymi, będących udziałem spółek publicznych, stał się przyczyną rozwoju relacji inwestorskich. Przywiązywanie przez emitentów większej wagi do relacji inwestorskich może zapewnić zminimalizowanie skutków ujawnienia negatywnych informacji o spółce publicznej, które mogą znaleźć swoje odzwierciedlenie w cenie rynkowej akcji. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż istnieje niewyraźna granica pomiędzy strategią zarządzania polityką informacyjną w spółce w celu zapewnienia możliwie szerokiego dostępu do informacji dla inwestorów za sprawą poprawnie prowadzonych relacji inwestorskich, a stanowiącą naruszenie ZUOG kreacją tych informacji w sposób mający na celu sztuczne kształtowanie wyceny rynkowej akcji.

4. Naruszenia ZUOG przez inwestorów i firmy inwestycyjne

Naruszenia ZUOG przez inwestorów dotyczą zjawisk manipulacji kursami akcji, rozpowszechniania informacji fałszywych lub wprowadzających w błąd albo wykorzystania informacji poufnej (*insider trading*). Zachowania te wygenerowały reakcję obronną rynków kapitałowych w postaci przyjęcia przez firmy inwestycyjne odpowiednich mechanizmów, takich jak obowiązek notyfikacji Urzędowi KNF o podejrzanych transakcjach noszących znamiona manipulacji, obowiązek zatrudnienia inspektora nadzoru, oraz stały się impulsem do przywiązywania większej wagi do ładu informacyjnego (nałożenie obowiązku na podmioty sporządzające rekomendacje do zachowania należytej staranności, zapewnienia rzetelności sporządzonych rekomendacji, ujawnienia interesów i konfliktu interesów w chwili ich sporządzania i rozpowszechniania, wprowadzenia odpowiednich zapisów w kodeksach etycznych dziennikarzy mających na celu zapobieganie dokonywaniu manipulacji informacją).

Przyjęte linie obronne przez rynki kapitałowe wobec *insider trading* dotyczyły stworzenia tzw. chińskich murów w obiegu informacji w firmach inwestycyjnych oraz powinności powiadamiania Urzędu KNF o transakcjach budzących podejrzenia w tym zakresie, obowiązku sporządzania, aktualizacji i udostępniania Urzędowi KNF list osób mających dostęp do informacji poufnych, a także zakazu zbywania i nabywania instrumentów finansowych przez insiderów pierwotnych w czasie tzw. okresów zamkniętych. Mechanizmy zapobiegające wykorzystaniu informacji poufnych wprowadzają również same spółki giełdowe z własnej inicjatywy np. w postaci odpowiednich zapisów w regulaminach wewnętrznych. Linie obrony przed *insider trading* skupiają się również wokół nadawania właściwego kształtu regulacjom poszczególnych krajów, czego przykład w Polsce stanowią np: uregulowania ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439 j.t. z późn. zm.) w postaci wprowadzenia obowiązków informacyjnych w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji, wprowadzenia instytucji wezwań na sprzedaż lub zamianę akcji z gwarancją ceny sprzedaży lub zamiany akcji, działania w porozumieniu. Z drugiej jednak strony, niektóre linie obrony przyjmowane przed wrogimi przejęciami przez spółki publiczne mogą być kwalifikowane jako naruszenie ZUOG.

Naruszenia ZUOG stworzyły warunki do nałożenia na firmy inwestycyjne określonych wymogów mających na celu przeciwdziałanie naruszeniom poprzez oparcie ich funkcjonowania o zasadę *know your client* oraz obowiązku informowania klienta o wszelkich korzyściach jakie otrzymują od innych podmiotów z związku z realizacją danej usługi. Działaniem podjętym przez firmy inwestycyjne w kierunku ograniczenia występowania naruszeń ZUOG stało się stworzenie i przyjęcie kodeksów etycznych przez np. inwestorów instytucjonalnych lub maklerów papierów wartościowych oraz zaimplementowanie odpowiednich procedur wewnętrznych przez firmy inwestycyjne.

5. Naruszenia ZUOG a *corporate governance*

W sferze etycznej funkcjonowania ZUOG zawierają się zasady *corporate governance*. W spojrzeniu modelowym na *corporate governance* ujawniają się różnorodne cechy tych systemów. W modelu amerykańskim charakterystycznym elementem zapobiegającym naruszeniom ZUOG jest rozwinięty system korporacji, który wywiera presję na strategię zarządzania i motywuje zarządy do większej współpracy z akcjonariuszami. W modelu brytyjskim systemem sprzyjającym zapewnieniu poszanowania ZUOG jest rozdzielenie ról prezesa korporacji i przewodniczącego rady nadzorczej, lecz jednocześnie dominuje akcjonariat instytucjonalny, co może prowadzić do nierespektowania prawa akcjonariuszy mniejszościowych. Podobne ryzyko, z powodu skoncentrowanej struktury własności, generuje model niemiecki. W modelu japońskim krzyżowa struktura własności

akcji sprzyja długoterminowemu wzrostowi i realizowaniu interesów wszystkich grup udziałowych co może ułatwiać realizację ZUOG. Wobec globalizacji rynków finansowych rozwiązaniem mogącym zapewnić poszanowanie ZUOG jest ewolucja w kierunku stworzenia uniwersalnego systemu *corporate governance* przy uwzględnieniu cech charakterystycznych dla różnych systemów prawnych i właściwych im specyficznych rozwiązań.

W obliczu kryzysu wiarygodności rynków kapitałowych w związku ze skandalami korporacyjnymi będących udziałem spółek publicznych organizatorzy rynków podjęli działania zmierzające do wprowadzenia kodeksów dobrych praktyk. Kodeksy *corporate governance* stały się odpowiedzią na naruszenia ZUOG zachodzące na poszczególnych rynkach, ale i również zostały zaimplementowane na części tych rynków „zapobiegawczo” w związku z występującymi naruszeniami ZUOG w innych krajach w następstwie postępującej globalizacji rynków finansowych. Weryfikacja przez organizatorów rynków kapitałowych implementacji zasad *corporate governance* przebiega na drodze nieformalnej (ratingi lub stosowaniu zasady *comply or explain*) i formalnej (sąd rynku kapitałowego).

Działaniami korporacji zgodnymi z ZUOG w relacji emitentów ze *stakeholders* w zakresie *corporate governance* jest osiągnięcie równowagi między sprzecznymi celami, do jakich mogą dążyć grupy interesów związane z działalnością korporacji. Działania emitentów stanowiące naruszenia ZUOG w stosunku do *stakeholders* mogą polegać na postępowaniu emitentów ograniczającym transparentność spółki dla akcjonariuszy, co może przekładać się na podejmowanie przez nich błędnych decyzji inwestycyjnych, a co za tym idzie zmniejszeniem poziomu bezpieczeństwa inwestycji. Naruszenia ZUOG mogą przejawiać się również w ramach samej organizacji poprzez istnienie konfliktu interesów wśród podmiotów korporacji w aspektach: niezależności członków rad nadzorczych, teorii agencji, polityki wynagrodzeń i audytu.

Przeprowadzone liczne badania odnośnie zależności pomiędzy implementacją zasad *corporate governance* przez spółki publiczne, a ich wynikami finansowymi nie wykazały występowania jednoznacznych korelacji pomiędzy tymi czynnikami. Może to wskazywać nie tylko na konieczność podejmowania działań w zgodzie z *corporate governance* ze względów etycznych, ale i również ze względów opłacalności inwestycji. Jednak naruszenia ZUOG w zakresie *corporate governance* mogą być postrzegane przez inwestorów jako czynnik ryzyka, którego konieczność kontroli będzie rodziła dodatkowe koszty.

Na podstawie przeprowadzonego własnego badania² obejmującego analizę 660 oświadczeń o stosowaniu zasad *corporate governance* złożonych w oparciu o dokument *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW z 2007 r.* przez spółki publiczne (dalej: DPSN), których papiery wartościowe były notowane w 2009 r.

² Opis badania i szczegółowe wyniki badania w: Iwona Chojecka, *Przestrzeganie zasad dobrych praktyk a występowanie naruszeń na rynku giełdowym*, „Przegląd Corporate Governance”, 2011, Nr 2, s. 69–77.

i 2008 r. na rynku regulowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie stwierdzono, iż „w zakresie relacji pomiędzy deklarowaniem niestosowania przez spółki publiczne zasad *corporate governance*, a podatnością tych spółek na występowanie naruszeń ZUOG nie istnieje generalna i uniwersalna zależność. Zależność ta jest jednak dostrzegalna poprzez analizę jakościową deklarowania niestosowania poszczególnych zasad ładu korporacyjnego, w szczególności w odniesieniu do tej części spółek, które naruszyły ZUOG w zakresie obowiązków informacyjnych. Dokonywanie inwestycji w tę grupę spółek może zwiększać ryzyko inwestycji z powodu potencjalnej mniejszej transparentności działania tych podmiotów i potencjalnej ich zwiększonej wrażliwości na naruszenia ZUOG w zakresie obowiązków informacyjnych.

Fakt niestosowania określonych zasad ładu korporacyjnego przez spółki publiczne ukarane za naruszenie obowiązków informacyjnych można tłumaczyć niedostatecznym stopniem transparentności tych spółek. Sytuacja przejawiała się w składaniu przez spółki publiczne deklaracji o nieprzestrzeganiu określonych zasad ładu korporacyjnego, co stanowiło wyraz braku zamiaru podjęcia działań zmierzających do ujawniania inwestorom informacji rekomendowanych przez DPSN. Wobec faktu, iż za należyte wypełnianie obowiązków informacyjnych odpowiedzialne są zarządy spółek giełdowych, deklarowanie nieprzestrzegania określonych zasad, w szczególności w zakresie części II DPSN (Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych) może prowadzić do wniosku, że przejawem występowania ograniczonej transparentności spółek może być składane deklaracji o niestosowaniu zasad ładu korporacyjnego w części, która dotyczy obowiązków nałożonych na zarządy spółek giełdowych np. w zakresie obowiązku umieszczania określonych informacji na stronie internetowej spółki. Zauważalna jest również silna tendencja deklarowania nieprzestrzegania zasad z części IV DPSN (Dobre Praktyki realizowane przez akcjonariuszy) przez spółki, które naruszyły obowiązki informacyjne, w szczególności w zakresie zasady pierwszej (przedstawicielom mediów powinno się umożliwiać obecność na walnych zgromadzeniach), co może stanowić odzwierciedlenie niedostatecznego poziomu transparentności tych spółek.

Transparentność informacyjna również może okazać się ważnym czynnikiem w odniesieniu do podejmowania decyzji o zakupie danych papierów wartościowych sprzedawanych w ofercie publicznej. Badanie wykazało, iż potencjalne nieprawidłowości przy przeprowadzaniu ofert publicznych papierów wartościowych mogą występować w przypadku spółek deklarujących nieprzestrzeganie zasady konstytuującej powinność uczestnictwa zarządu w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi (zasada piąta części II DPSN). Niniejsza sytuacja może prowadzić do asymetrii informacji ze szkodą dla akcjonariuszy, gdyż mogą oni mieć utrudnione podejmowanie decyzji o zasadności np. podwyższenia kapitału zakładowego spółki w drodze oferty publicznej. Podobna prawidłowość jest obserwowana w stosunku do spółek naru-

szających ZUOG w postaci wykorzystania informacji poufnej, gdzie najczęstsze deklarowanie nieprzestrzegania zasady piątej może być przejawem utrzymywania stanu asymetrii informacyjnej pomiędzy zarządem spółki i podmiotami z nim związanymi a pozostałymi interesariuszami spółki, co może prowadzić do stanu ułatwiającego dokonywanie wykorzystania informacji poufnej.

Przypadki karania przez KNF za *insider trading* miały również miejsce częściej w stosunku do spółek, które deklarowały niestosowanie zasad ładu korporacyjnego z części III (Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych) o numery dwa (obowiązek poinformowania członka rady nadzorczej o powiązaniach z akcjonariuszem dysponującym ponad 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy), siedem (w ramach rady nadzorczej powinien funkcjonować komitet audytu), osiem (zakres i funkcjonowanie komitetów w radzie nadzorczej powinien być oparty na zaleceniach Komisji Europejskiej). Sytuacja ta może świadczyć o tym, iż występowaniu naruszeń ZUOG w zakresie *insider trading* sprzyja brak implementacji przez spółki publiczne mechanizmów kontrolnych funkcjonowania rad nadzorczych oraz niechęć do ujawniania powiązań i konfliktów interesów istniejących pomiędzy członkami rady nadzorczej i akcjonariuszami. Niniejszy przypadek wskazuje, że brak funkcjonowania efektywnych mechanizmów kontrolnych w spółkach publicznych może przyczyniać się do powstawania przypadków wykorzystania informacji poufnej przez insiderów pierwotnych. Działania, które zostały podjęte przez legislatorów, miały na celu ograniczenie występowania powyżej wskazanych czynników ryzyka mogących stanowić podłoże do dokonywania naruszeń ZUOG. W ustawie z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz. U. Nr 77, poz. 649 z późn. zm.) został wprowadzony art. 86 zgodnie z którym, w jednostkach zainteresowania publicznego (jakimi są spółki publiczne) obligatoryjnie ma być powołany komitet audytu, którego członkowie są powoływani przez radę nadzorczą lub komisję rewizyjną spośród swoich członków, przy czym w jednostkach zainteresowania publicznego, w których rada nadzorcza składa się z nie więcej niż 5 członków, zadania komitetu audytu mogą zostać powierzone radzie nadzorczej. W ten sposób nastąpiło przeniesienie „miękkiej” regulacji z kodeksu dobrych praktyk do aktu rangi ustawowej, co miało na celu poprawienie efektywności funkcjonowania rady nadzorczej.

Wyniki tego badania mogą być użyteczne dla inwestorów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, gdyż mogą pozwolić im na oszacowanie zasadności podejmowanych inwestycji w oparciu o analizę oświadczeń dotyczących stosowania zasad ładu korporacyjnego. W związku z powyższym badanie pozwoliło na zweryfikowanie występowania pozytywnej zależności pomiędzy deklarowaniem niestosowania poszczególnych zasad ładu korporacyjnego przez spółki publiczne a zachodzącymi przypadkami dokonywania przez nie naruszeń ZUOG. Wobec powyższego, badanie wykazało, w jaki sposób naruszenia ZUOG stanowiące

czynnik kształtujący warunki funkcjonowania i rozwoju rynków kapitałowych w zakresie *corporate governance*, których idea powstała na skutek naruszenia ZUOG, mogą ułatwić zidentyfikowanie spółek bardziej podatnych na występowanie naruszeń w badanych obszarach.

Zakończenie

Naruszenia zasad uczciwego obrotu giełdowego zostały w niniejszym artykule zaprezentowane jako czynnik wpływający na rozwój i funkcjonowanie rynków kapitałowych z perspektywy organizatorów rynku kapitałowego, emitentów i inwestorów oraz ze szczególnym uwzględnieniem zasad *corporate governance*. Naruszenia ZUOG stanowią istotny czynnik z punktu widzenia makroekonomicznego i mikroekonomicznego przy założeniu postępującej integracji rynków finansowych oraz przy uwzględnieniu występujących zjawisk kryzysowych na rynkach finansowych. Zjawiska naruszeń ZUOG spowodowały zmiany regulacji prawnych oraz wykształcenie się zasad etycznych obowiązujących podmioty działające na rynkach kapitałowych. Naruszenia ZUOG ze strony emitentów papierów wartościowych i inwestorów stały impulsem do wdrożenia przez organizatorów rynku kapitałowego (a także w pewnym zakresie przez samych emitentów i inwestorów) procedur oraz podjęcia odpowiednich działań, mających na celu zapobieganie i ograniczanie występowania przypadków naruszeń ZUOG a także eliminowanie ich negatywnych skutków. Naruszenia ZUOG wygenerowały również szereg działań zmierzających do implementacji na rynkach kapitałowych zasad etycznych, a w szczególności ustanowienia zasad *corporate governance* obowiązujących spółki publiczne. Przy czym należy zwrócić uwagę na fakt, że analiza deklaracji niestosowania poszczególnych zasad ładu korporacyjnego może ułatwić zidentyfikowanie spółek, które mogą być bardziej lub mniej podatne na dokonywanie naruszeń ZUOG.

Bibliografia

- Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2007.
- Chojacka I., *Przestrzeganie zasad dobrych praktyk a występowanie naruszeń na rynku giełdowym*, „Przegląd Corporate Governance”, 2011, Nr 2, s. 69–77.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Diamond D.W., Verrecchia R.E., *Disclosure, liquidity, and the cost of capital*, „The Journal of Finance”, 1991, No. 9.

- Droga na giełdę, Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, praca zbiorowa ekspertów BDO, Difin, Warszawa 2008.
- Dusza M., *Przestępstwa na rynku kapitałowym. Papierowi kuglarze*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2003.
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie. Ewolucja – Funkcjonowanie – Wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Górecki M., *Informacje poufne na rynku kapitałowym – obowiązki, procedury, sankcje*, „Czasopismo Kwartalne Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego”, 2008.
- Gut P., *Kreatywna księgowość a fałszowanie sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2006.
- Hulicka M., *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008.
- Jenkinson T., Mayer C., *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwami*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Klimczak B., *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1997.
- Kurzajewski M., *System rekompensat – system chroniący aktywa inwestorów*, KPWiG, Warszawa 2006.
- Monks R.A.G., Minnow N., *Corporate Governance*, Blackwell Publishers, Cambridge 1995.
- Niedziółka D.A., *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Pietrzak E., Markiewicz M. (red.) *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007.
- Sójka T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna Wolters Kluwe business, Warszawa 2008.
- Zielonka P., Palenik M., *Manipulowanie kursami cen akcji*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 2002, Nr 5.

Akty prawne:

1. Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).
2. Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz. U. z 2009 r., Nr 77, poz. 649 z późn. zm.).
3. Ustawa z dnia 29 lipca 2009 r. o ofercie publicznej o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2009. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.).
4. Ustawa z dnia 21 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2010 r., Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.).

Słowa kluczowe: zasady uczciwego obrotu giełdowego, rynek kapitałowy, uczestnik rynku kapitałowego, organizator rynku kapitałowego, corporate governance

The violations of honesty stock trading exchange rules as a creating factor of development and functioning of capital markets

Summary

The article undertakes the attempt to define the honesty stock exchange trading rules (ZUOG) and characterizes the fields of these violations. The article is the analyze of the violations of ZUOG in order to present the impact of this violations on the development and functioning of capital markets. The analyze of consequences of violations for capital markets was conducted including the violations made by issuers of securities and investors. The article indicates the special role of the organizers of capital markets in preventing, creating the methods of action and reaction and also limiting the phenomena of violations of ZUOG. The attention was paid to corporate governance rules as an institution, which were created as an response to violations of ZUOG. The articles presents general outcomes of own researches of the relation between declaring by public companies of corporate governance rules and presents sensitivity of this companies at violations of honesty stock exchange rules in research areas.

Key words: honesty stock exchange trading rules, capital market, participant of capital market, organizer of capital market, corporate governance