

*Piotr Urbanek*

Uniwersytet Łódzki

## Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)

### 1. Wprowadzenie

Struktura własności i kontroli jest bardzo ważnym czynnikiem determinującym zasady funkcjonowania współczesnych korporacji. Problematyka ta była przedmiotem badań prowadzonych w różnych krajach. Wykazały one, że występują dwa systemy kontroli nad korporacjami: system otwarty (outsiderski) i system zamknięty (insiderski). Podstawowa różnica między nimi polega na odmiennych strukturach własnościowo-kontrolnych – rozproszonej w przypadku pierwszego modelu i skoncentrowanej – dla drugiego. Nie można jednoznacznie wskazać, który z tych systemów dominuje. Z jednej strony przypadek rozproszonych struktur własnościowo-kontrolnych charakterystycznych dla amerykańskich i w mniejszym zakresie brytyjskich spółek publicznych należy traktować jako wyjątek, a nie regułę, biorąc pod uwagę liczbę krajów, w których one występują. W większości wysoko rozwiniętych gospodarek dla dużych korporacji publicznych zdecydowanie częściej występuje pojedynczy, dominujący lub większościowy akcjonariusz<sup>1</sup>. Jednocześnie takie parametry charakteryzujące rolę rynków kapitałowych w gospodarce światowej, jak liczba spółek publicznych,

---

<sup>1</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, „Journal of Finance” 1999, nr 54; M. Faccio, L.H.P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, „Journal of Financial Economics” 2002, nr 65.

wskaźniki kapitalizacji rynku kapitałowego czy globalna wartość korporacji, wskazują na dominację systemu otwartego<sup>2</sup>.

Koncentracja własności i system kontroli determinuje sposób funkcjonowania i skuteczność mechanizmów nadzoru nad działalnością spółek. W systemie otwartym najważniejszą rolę odgrywa mechanizm zewnętrzny – rynek kontroli nad korporacją, który działa poprzez transakcje fuzji i przejęć. W systemie zamkniętym kluczowy jest wewnętrzny instytucjonalny mechanizm kontroli, którego najważniejszym ogniwem są rady spółek.

Zamknięty system kontroli nad korporacją występuje na polskim rynku kapitałowym. Badania prowadzone przez kilka zespołów badawczych w ciągu ostatnich kilkunastu lat wykazały dużą stabilność akcjonariatu w polskich spółkach publicznych. Ogranicza to rolę rynku kapitałowego jako zewnętrznego mechanizmu kontroli nad korporacjami. Celem artykułu jest identyfikacja struktur własnościowo-kontrolnych w spółkach giełdowych według stanu na koniec marca 2011 r. i wskazanie takich cech charakteryzujących posiadaczy największych pakietów akcji i głosów, które mogą być przesłanką do uaktywnienia się rynkowego mechanizmu kontroli.

## 2. Rynek kontroli nad korporacjami jako mechanizm nadzoru korporacyjnego

Pod pojęciem nadzoru korporacyjnego rozumie się reguły, według których korporacje są zarządzane i kontrolowane. Można wskazać dwie alternatywne perspektywy, które oznaczają wąskie i szerokie rozumienie tego pojęcia<sup>3</sup>. W pierwszej z nich eksponuje się zjawisko oddzielenia własności od zarządzania i wynikający z tego dualizm celów menedżerów i akcjonariuszy. W tym znaczeniu nadzór korporacyjny obejmuje zespół instytucji łagodzących konflikt interesów między akcjonariuszami i menedżerami. Drugie, szersze ujęcie akcentuje tzw. społeczną perspektywę funkcjonowania współczesnych korporacji. W tym rozumieniu nadzór korporacyjny stanowi zbiór mechanizmów, za pomocą których

---

<sup>2</sup> W Wielkiej Brytanii na 1 milion mieszkańców przypada 36 spółek publicznych, w USA 30, w Niemczech, we Francji, Włoszech odpowiednio: 8, 4, 5; por. A. Yeh, S. Lim, E. Vos, *Path Dependence or Convergence? The Evolution of Corporate Ownership around the World*, „Review of Law and Economics” 2007, s. 519. 75% wszystkich spółek publicznych na świecie funkcjonuje w ramach tzw. systemu anglosaskiego, który charakteryzuje się m.in. otwartym systemem kontroli nad korporacją; por. S. Turbull, *Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories*, „Corporate Governance Research Papers” 1997, vol. 5, nr 4, s. 188.

<sup>3</sup> P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 7.

decyzje i wybory podejmowane przez osoby zarządzające spółkami są zgodne z celami akcjonariuszy i innych grup interesariuszy.

W systemie otwartym najważniejszym mechanizmem nadzoru korporacyjnego jest rynek kontroli nad korporacjami, który działa poprzez transakcje fuzji i przejęć. Fundamentalną przesłanką decydującą o funkcjonowaniu tego mechanizmu jest występowanie silnej dodatniej korelacji między efektywnością zarządzania spółkami a rynkową wyceną ich wartości. Ceny akcji pokazują zdyskontowane przyszłe korzyści, jakie mogą przynieść akcjonariuszom aktywa zgromadzone w spółce. Jeżeli rynkowa wycena akcji jest niższa od tej, która mogłaby wystąpić w sytuacji, kiedy spółka jest bardziej efektywnie zarządzana, stanowi to wystarczający motyw do podjęcia próby przejęcia kontroli nad tymi aktywami<sup>4</sup>. W tym kontekście zmiany własnościowe powinny prowadzić do takiej alokacji zasobów, która umożliwi ich bardziej efektywne wykorzystanie.

Badania skuteczności rynku kontroli nad korporacjami koncentrują się na trzech aspektach: wpływie procesów fuzji i przejęć na kreację wartości dla akcjonariuszy, źródłach reakcji wartości oraz relacji tego mechanizmu w stosunku do procesów kontroli realizowanej w ramach wewnętrznych instytucji nadzoru nad korporacjami – rad spółek<sup>5</sup>. Badania empiryczne pokazują dosyć jednoznacznie, że procesy fuzji i przejęć są generalnie korzystne dla gospodarki i akcjonariuszy spółek biorących udział w tego rodzaju transakcjach, aczkolwiek wyższe korzyści występują po stronie spółek przejmowanych. Najważniejszymi źródłami korzyści są efekty synergiczne, oszczędności podatkowe, transfer wartości, a przede wszystkim usunięcie nieskutecznej kadry kierowniczej. Jeżeli dochodzi do wrogiego przejęcia, dotychczasowe kierownictwo jest w większości przypadków zastępowane nowym – takim, które potrafi właściwie wykorzystać potencjał firmy<sup>6</sup>. Groźba zastąpienia stanowi dla menedżerów bardzo silną motywację. Można również wskazać przykłady mniej radykalnych decyzji kadrowych nowych właścicieli, kiedy skutkiem przejęcia nie jest wymiana osób zarządzających i nadzorujących, ale modyfikacja wewnętrznych instytucjonalnych struktur nadzorczych, w tym korekta zawarty z kierownictwem spółki kontraktów.

---

<sup>4</sup> H.M. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1965, vol. 73, nr 2.

<sup>5</sup> J.P. Walsh, J.K. Seward, *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms*, „Academy of Management Review” 1990, vol. 15, nr 3, s. 434–435.

<sup>6</sup> J. Krug, R. Aguilera, *Top Management Team Turnover in Merges and Acquisitions*, „Advances in Merges and Acquisitions” 2005, nr 4; S. Allgood, K.A. Farrell, *The Effect of CEO Tenure on the Relation between Firm Performance and Turnover*, „The Journal of Financial Research” 2000, vol. 23, nr 3; M.L. Arthaud-Day, S.T. Certo, C.M. Dalton, D.R. Dalton, *A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatement*, „Academy of Management Journal” 2006, vol. 40, nr 6.

Procesy zachodzące na rynku kontroli nad korporacjami mogą prowadzić do występowania konfliktu interesów między akcjonariuszami a menedżerami. Fuzje nie zawsze są przedmiotem zainteresowania akcjonariuszy spółki będącej agresorem, ponieważ mogą oni dywersyfikować swoje aktywa bezpośrednio poprzez zmiany struktury portfeli aktywów. Są one natomiast atrakcyjne dla menedżerów, którzy mają znacznie mniej możliwości dywersyfikacji ryzyka. Odwrotnych postaw należy oczekiwać w przypadku spółek będących obiektem wrogiego przejęcia. Opór przeciwko przejęciu firmy nie leży w interesie akcjonariuszy, którzy najczęściej zyskują na skutek wzrostu ceny akcji. Jest on jednak dość powszechny wśród menedżerów, którzy obawiają się utraty pracy po przejęciu przez inną firmę.

Te odmienne postawy wobec fuzji i przejęć mają daleko idące implikacje, jeśli chodzi o skuteczność funkcjonowania rynku kontroli nad korporacjami, i jest to związane głównie z kosztami tych transakcji. Występuje wiele mechanizmów obronnych, które utrudniają wrogie przejęcie, podnosząc jego koszty. Jednocześnie spółki sięgają również do instrumentów, które łagodzą opór kadry menedżerskiej przejmowanej spółki i ułatwiają przejęcie. Do pierwszej grupy mechanizmów zalicza się m.in. podzieloną radę spółki, wymagania dotyczące kwalifikowanej większości, „trujące pigułki”, odkup celowy, obronę typu *Pac-Man*, restrukturyzację aktywów i pasywów, „białego rycerza”, procesy sądowe i wiele innych<sup>7</sup>. Stosowanie tego rodzaju technik obrony może prowadzić do wzrostu ceny akcji z korzyścią dla akcjonariuszy przejmowanej spółki, ale również generując wysokie koszty przejęcia, może zniechęcać do transakcji. Efektem jest spadek ceny akcji i pozostawienie w spółce nieefektywnego kierownictwa. Kontrowersyjnym narzędziem służącym ograniczeniu oporu menedżerów przeciwko wrogim przejęciom są pakiety motywacyjne, stanowiące zabezpieczenie dla menedżerów. Pakiety te umożliwiają „łagodne lądowanie” poza spółką, dlatego w literaturze są określane mianem „złotych spadochronów”<sup>8</sup>. Można wskazać dwie przeciwstawne grupy argumentów uzasadniające przyczyny stosowania „złotych spadochronów”<sup>9</sup>. Z jednej strony podkreśla się, że jest to wyraz oportunistycznych postaw szefów korporacji, którzy potrafią w relacjach z radą spółki zabezpieczyć swoje interesy niezależnie od ekonomicznej efektywności tego rozwiązania. Z drugiej strony ma to służyć łagodzeniu sprzeczności występujących

<sup>7</sup> *Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009, s. 98–102.

<sup>8</sup> H. Singh, F. Harianto, *Management-board Relationships, Takeover Risk and Adaptation of Golden Parachutes: An Empirical Investigation*, „Academy of Management Journal” 1989, March; J.W.C.A. O’Reilly, I. Chandratat, *Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence*, „Administrative Science Quarterly” 1990, vol. 35.

<sup>9</sup> P. Urbanek, *Wynagrodzenia zarządów w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006, s. 96–97.

między akcjonariuszami i menedżerami, a tym samym przyczyniać się do kreowania wartości spółki.

### **3. Zamknięty system kontroli nad korporacjami – przyczyny występowania**

Można wskazać wiele przyczyn występowania zróżnicowanych struktur własnościowych korporacji. Zdaniem niektórych badaczy rozproszenie własności w gospodarce amerykańskiej nie jest skutkiem działania sił rynkowych, ale wynika z regulacji rządowych, których celem było ograniczenie roli instytucji finansowych jako akcjonariuszy spółek publicznych, w tym ograniczenie możliwości angażowania się banków w nadzór nad działalnością spółek<sup>10</sup>. Jest to zatem skutek decyzji politycznych, które limitują zakres swobodnego wyboru struktury własności w amerykańskich korporacjach. Według innych poglądów wysoka koncentracja własności jest substytucyjnym rozwiązaniem w reakcji na niedostateczną ochronę praw inwestorów<sup>11</sup>. Im słabsze są prawa korporacyjne przypisane do akcji, tym większy musi być stopień koncentracji własności. Inwestorzy narażeni na ryzyko ze strony oportunistycznie nastawionych menedżerów potrzebują mechanizmów ochronnych. Jednym z nich jest zablokowana własność akcji, dająca siłę głosu proporcjonalnie większą niż wartość zainwestowanego kapitału.

O znaczeniu siły praw korporacyjnych i jakości regulacji chroniących interesy inwestorów świadczy przykład Rosji. Zakres sprawowanej kontroli zależy nie tylko od udziału akcji i głosów w posiadaniu największego akcjonariusza, ale również od kraju pochodzenia akcjonariusza. Inwestorzy krajowi mogą sprawować efektywną kontrolę nad spółkami, dysponując zdecydowanie mniejszymi pakietami akcji niż inwestorzy zagraniczni. Ci ostatni są narażeni w znacznie większym stopniu na oportunistyczne nastawienie menedżerów, którzy potrafią skutecznie wykorzystywać lepszą znajomość prawa, a przede wszystkim luki prawne, w celu podejmowania akcji przeciwko właścicielom<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> M. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994; za: F. Barca, M. Becht, *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2002.

<sup>11</sup> R.F. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997, nr 52.

<sup>12</sup> Praktyki takie mogą polegać na podważaniu legalności praw własności zagranicznych akcjonariuszy, wymogu posiadania większości kwalifikowanej przy wprowadzaniu nowych punktów obrad na WZA, błędnym liczeniu głosów itp.; A. Shleifer, R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, nr 2, June, s. 755. Spektakularnym przykładem wrogich działań podejmowanych wobec zagranicznego inwestora jest przejęcie przez rosyjskie władze aktywów spółki TNK-BP w 2008 r.

Innym uzasadnieniem dla skoncentrowanych i stabilnych struktur własnościowych jest postrzeganie firmy jako „wiązki specyficznych zasobów” i osób, które mają do nich dostęp<sup>13</sup>. Jest to podejście różniące się od tego, które występuje w teorii agencji. W koncepcji m.in. M.C. Jensena i W.H. Mecklinga firma jest traktowana jako wiązka kontraktowych relacji występujących między osobami i instytucjami, charakteryzujących się istnieniem rozbieżnych roszczeń rezydualnych w stosunku do aktywów i przepływów gotówkowych będących w posiadaniu firmy<sup>14</sup>. W alternatywnym ujęciu podkreśla się, że zasoby zużywane przez jednostkę są dostarczane przez różne grupy interesariuszy<sup>15</sup>. Wartość tych inwestycji jest znikoma poza organizacją. Prowadzi to do występowania innego niekontraktualnego mechanizmu alokacji władzy w korporacji. Źródłem władzy jest kontrola nad kluczowymi zasobami. Daje to większe korzyści niż prawa wynikające z własności. Wszelkie zmiany struktur własnościowych generują wysokie koszty i mogą prowadzić do stanów suboptymalnych. Przykładem tego rodzaju zjawisk jest preferowanie przez inwestorów rosyjskich bezpośredniej kontroli nad wielkimi korporacjami sprawowanej przez instytucje rządowe<sup>16</sup>. Tego typu interwencja jest traktowana jako skuteczna forma ochrony interesów akcjonariuszy. Przejście do alternatywnych struktur kontrolnych, z mniejszym zakresem kontroli ze strony rządu, oznaczałoby wysokie koszty i w efekcie prowadziło do utrzymywania *status quo*.

Ważną cechą zamkniętego modelu kontroli jest duże znaczenie banków. Typowym przykładem takiego modelu jest system nadzoru w Niemczech<sup>17</sup>. Rola banków jest uwarunkowana dużym znaczeniem kredytu bankowego jako źródła finansowania dla przedsiębiorstw, posiadaniem przez banki znaczących pakietów akcji spółek, dysponowaniem pełnomocnictwami inwestorów prywatnych przechowujących swoje udziały w depozycie w banku<sup>18</sup>. Znaczące kapitałowe zaangażowanie banków tworzy w korporacjach potencjalną – specyficzną dla banków – oś konfliktu, która wynika z rozbieżnych preferencji na linii akcjonariusze–deponenci<sup>19</sup>. W przypadku akcjonariuszy ich interesy są związane z kapi-

<sup>13</sup> R.G. Rajan, L. Zingales, *Power in a Theory of the Firm*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, May, s. 390.

<sup>14</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.

<sup>15</sup> R.G. Rajan, L. Zingales, *op. cit.*, s. 388–389.

<sup>16</sup> A. Yeh, S. Lim, E. Vos, *op. cit.*, s. 523.

<sup>17</sup> M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2000, s. 76–80; M.A. O’Sullivan, *Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, 2002, s. 234–240

<sup>18</sup> J. Franks, C. Mayer, *The Ownership and Control*, London Business School, 1995, s. 554.

<sup>19</sup> P.O. Mulbert, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, „CEGI Working Paper Series in Law” 2010, nr 151, s. 15.

tałem akcyjnym. Najważniejszym celem jest osiągnięcie korzyści determinowanych przez wyniki finansowe i zmiany cen rynkowych akcji. Oznacza to akceptację relatywnie wysokiego poziomu ryzyka. Deponenci natomiast wykazują zdecydowanie większą awersję do ryzyka. Ich interesy są związane ze zobowiązaniami banków i kluczowe dla nich jest bezpieczeństwo ich inwestycji, czyli są zainteresowani stabilnością banku w długiej perspektywie. Jeżeli zaangażowanie kredytowe banku jest większe niż zaangażowanie kapitałowe, może to prowadzić do konfliktu interesów z innymi akcjonariuszami<sup>20</sup>.

Kolejna grupa przyczyn prowadzących do wysokiej koncentracji własności, szczególnie w przypadku największych firm, występuje w gospodarkach przechodzących procesy transformacji systemowej. Do najważniejszych czynników oddziałujących na konsolidację struktur kontrolnych w polskich przedsiębiorstwach należy zaliczyć proces prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych prowadzony metodą kapitałową oraz prywatyzacji powszechnej, a także napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych<sup>21</sup>. Sprzedaż kontrolnych pakietów akcji prywatyzowanych spółek generowała wyższe dochody. Wysoka koncentracja własności była szczególnie preferowana przez inwestorów zagranicznych w reakcji na słabość infrastruktury regulacyjnej chroniącej prawa własności. Symptomatyczne w tym kontekście jest porównanie struktur własności w Czechach i Polsce. Wyższa koncentracja w tym pierwszym kraju jest tłumaczona słabszymi regulacjami prawa spółek i rynku kapitałowego<sup>22</sup>.

## 4. Efektywność spółek w warunkach zamkniętego systemu kontroli

W dyskusjach na temat efektywności różnych systemów kontroli nad korporacjami akcentuje się wpływ struktur własnościowo-kontrolnych na wyniki ekonomiczne spółek. Podkreśla się zarazem, że inne komponenty nadzoru korporacyjnego muszą być brane pod uwagę przy analizie tego rodzaju związków przyczynowo-skutkowych. Chodzi tutaj przede wszystkim o zasady funkcjonowania i skuteczność takich mechanizmów, jak system ochrony praw własności akcjonariuszy, typ dominującego akcjonariusza, poziom rozwoju rynku kapitałowo-

---

<sup>20</sup> K.A. Lis, H. Sterniczak, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 230–232.

<sup>21</sup> P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Raport z badania KBN (H02C 013 20), Gdańsk 2002, s. 20.

<sup>22</sup> I. Grosfeld, I. Hashi, *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatized Firms: evidence from Poland and Czech Republic*, „Corporate Governance” 2007, vol. 15, nr 4, s. 521–522.

wego i procesy fuzji i przejęć, wewnętrzne instytucjonalne struktury nadzorcze – rady spółek.

Najważniejszym argumentem wskazującym na korzyści wynikające z występowania wysoce skoncentrowanych struktur własnościowo-kontrolnych jest aktywne zaangażowanie dominujących inwestorów w procesy nadzoru nad działalnością spółek. Jeżeli celem takich inwestorów jest maksymalizacja wartości spółki, prowadzi to do redukcji kosztów agencji, wynikających z rozproszenia własności. Większościowy akcjonariusz ma zarówno możliwości, jak i motywację do efektywnego monitorowania decyzji zarządów. Koszty podejmowania działań dyscyplinujących kierownictwo są z reguły niższe od kosztów wyjścia ze spółki. Wielcy udziałowcy nie mogą sprzedać swoich udziałów bez narażenia się na poważne straty, gdyż sprzedaż większej liczby akcji na ogół powoduje spadek ich ceny. Mają oni zarazem decydujący głos w sytuacji, kiedy dochodzi do próby przejęcia spółki przez inny podmiot<sup>23</sup>. Prowadzi to do powstawania długookresowych relacji między dużymi akcjonariuszami a ich firmami, ułatwia finansowanie długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych i innowacyjnych.

Występowanie tego rodzaju pozytywnych skutków skoncentrowanej własności zależy również od tego, kto posiada dominujący pakiet akcji. Decyduje to o zasobach kapitałowych akcjonariuszy, koszcie kapitału, poziomie kompetencji w zarządzaniu spółką, horyzoncie czasowym inwestowania, oczekiwanych korzyściach<sup>24</sup>. Te cechy mają wpływ na sposób egzekwowania praw własności i w konsekwencji na funkcjonowanie i wyniki spółki. Działania podejmowane przez największego inwestora mogą służyć jako swoisty barometr dla indywidualnych akcjonariuszy. Jeżeli występuje kilku akcjonariuszy posiadających znaczące pakiety akcji, niezwykle istotne są relacje występujące między nimi. Potencjalny konflikt interesów między nimi może mieć istotny wpływ na sposób funkcjonowania i efektywność korporacji. W ujęciu teoretycznym można to przedstawić jako szczególny przypadek relacji agenta – problem „pryncypał-pryncypał”. Można wskazać wiele rodzajów akcjonariuszy występujących w spółkach publicznych. Najczęściej wymienia się inwestorów instytucjonalnych, inwestorów branżowych, indywidualnych akcjonariuszy, osoby zarządzające i nadzorujące spółkami. Specyficznym inwestorem ciągle obecnym w największych polskich spółkach publicznych jest Skarb Państwa. W przypadku gospodarek słabiej roz-

---

<sup>23</sup> A. Shleifer, R.W. Vishny, *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1986, vol. 94, nr 3, s. 462–464.

<sup>24</sup> J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 81; T. Pedersen, S. Thomsen, *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity*, „Journal of Management and Governance” 2003, nr 7, s. 29–30.



winiętych oraz przechodzących procesy transformacji gospodarczej istotny jest również kraj pochodzenia inwestora.

Struktury własnościowe korporacji mają wpływ na osiągnięte przez nie wyniki ekonomiczne. Zależność ta może być analizowana na gruncie rozważań teoretycznych, była także przedmiotem licznych badań empirycznych. Najczęściej używaną teoretyczną perspektywą jest ujęcie teorii agencji. W przypadku rozproszonych struktur własnościowych menedżerowie mają możliwość realizacji własnych celów, które mogą być sprzeczne z celami akcjonariuszy, zainteresowanych maksymalizacją zysków i wartości spółki. Obecność w spółce dużego akcjonariusza usuwa tak rozumiany problem agenta, ponieważ stwarza możliwości monitorowania decyzji menedżerów. Badania empiryczne prowadzone w różnych krajach dają niejednoznaczne rezultaty<sup>25</sup>. Nawet jeżeli wykazywano pozytywny wpływ koncentracji własności na wyniki spółek, to najczęściej miał on charakter nieliniowy. Z niektórych badań wynika, że optymalny pod względem efektywności próg własności zaczyna się od 25%<sup>26</sup>. Wskazuje się również na występowanie górnego progu własności, po przekroczeniu którego zaczyna pojawiać się negatywna zależność.

Wysoka koncentracja własności generuje również koszty związane z taką formą kontroli nad korporacją. Najważniejszym problemem jest występowanie rozbieżności interesów dominujących właścicieli i akcjonariuszy mniejszościowych. Stwarza to zagrożenie w postaci nieefektywnej eksploatacji i redystrybucji zasobów spółek przez inwestorów większościowych. Możliwość stosowania tego rodzaju praktyk rośnie w sytuacji, kiedy występuje oddzielenie własności od kontroli<sup>27</sup>. Zakres kontroli może być wzmocniony poprzez narzędzia w formie akcji uprzywilejowanych, wzajemnych udziałów, pośredniej kontroli przez spółki powiązane i zależne lub mechanizm piramid własnościowych. Korzyści z dominującego prawa głosu mogą przewyższać straty związane z prawami własności. W efekcie może to prowadzić do spadku wartości spółki.

---

<sup>25</sup> *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwojowe*, red. J. Jeżak, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 25–28; Y. Gadhoum, M.H. Noiseux, D. Zeghal, *Demystifying the Illusion of the Positive Effects of Ownership Concentration on Corporate Performance*, „Investment Management and Financial Innovation” 2005, nr 4, s. 51–55.

<sup>26</sup> Y. Bozec, R. Bozec, *Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects?* „Canadian Journal of Administrative Science” 2007, nr 24; M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak, *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Badania wykonane w ramach projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych (1H02C 013 26).

<sup>27</sup> Y.H. Yeh, *Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value?* „Corporate Governance” 2005, vol. 13, nr 2, s. 314; J.S.S. Edwards, A.J. Weichenried, *Ownership Concentration and Share Valuation*, „German Economic Review” 2004, nr 5(2), s. 164–165.

Przykładami takich zachowań są ceny transferowe prowadzące do realokacji wartości między spółkami kontrolowanymi przez największych akcjonariuszy, blokowanie wyboru członka rady spółki w głosowaniu grupami, narzucanie audytora związanego z akcjonariuszem większościowym, odmowa dostępu do informacji finansowych<sup>28</sup>. Istotną rolę w zapobieganiu tego rodzaju negatywnym zjawiskom mogą odgrywać pozostali akcjonariusze mniejszościowi, których zblokowany pakiet głosów może stanowić przeciwwagę dla właściciela pierwszego pakietu akcji.

Wysoka koncentracja własności może również ograniczać skuteczność funkcji pełnionych przez rynki kapitałowe. Mniejsza płynność i mniejsze obroty akcjami spółek z dominującym akcjonariuszem zakłócają informacyjną funkcję giełdy. Utrudnia to dywersyfikację portfeli aktywów. Wycena rynkowa akcji przestaje być najważniejszym i wiarygodnym parametrem, wskazującym na efektywność zarządzania spółką, pożądane kierunki alokacji i koszt pozyskania kapitału.

## 5. Struktury własnościowo-kontrolne w polskich spółkach publicznych

Poziom transparentności polskich spółek publicznych, jeżeli chodzi o ujawnianie informacji o strukturze akcjonariatu, należy uznać za zadowalający. Ujawnianie informacji na temat struktur własności i kontroli polskich spółek giełdowych reguluje Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>29</sup>. Istotnym utrudnieniem jest analiza stopnia koncentracji własności i kontroli w przypadku zaangażowania akcjonariuszy nie bezpośrednio, ale przez łańcuch spółek zależnych i powiązanych niepublicznych (tzw. własność zintegrowana). Z badań prowadzonych m.in. przez zespół Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową wynika, że skala tego zjawiska w przypadku polskich spółek giełdowych nie jest zbyt duża<sup>30</sup>.

Dla potrzeb niniejszego opracowania informacje na temat struktury akcjonariatu spółek publicznych uzyskane zostały z raportów rocznych i Serwisu

---

<sup>28</sup> K. Postrach, *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem* [w:] *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000; K. Zalega, *Tunelowanie, czyli transfer aktywów i zysków z korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 3(109).

<sup>29</sup> Ustawa z dnia z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539).

<sup>30</sup> P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *op. cit.*, s. 44–45.

Internetowego Bankier. Dane zebrano dla 382 spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Obrazują one stan na marzec 2011 r.

Analiza akcjonariatu polskich spółek publicznych pokazuje, że występuje w nich wysoka koncentracja własności i kontroli (tabela 1). W 132 badanych spółkach (35%) pierwszy największy akcjonariusz posiada ponad 50-procentowy pakiet akcji. W 144 spółkach (38%) pakiet ten daje ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA). Mediana udziału we własności dla dominującego akcjonariusza wynosi 36,7%, średnia 40,4%. Stopień koncentracji rośnie w przypadku udziału w kontroli. Mediana jest równa 40,1%, średnia 41,9%. Dla 50% spółek udział we własności przekracza 36,3%, udział w kontroli jest większy niż 40%. W 25% spółek *free float* jest większy niż 50%. Tylko w 4 spółkach nie występuje akcjonariusz posiadający pakiet akcji przekraczający 5%, w kolejnych 11 pakiet ten nie przekracza 10%. Jest to sytuacja typowa dla systemu zamkniętego.

Tabela 1. Koncentracja własności i kontroli dla największych akcjonariuszy

Wyszczególnienie	Pierwszy największy		Drugi największy		Trzeci największy		Czwarty największy	
	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów
Średnia	40,44	41,88	13,68	14,13	8,96	9,31	7,38	7,89
Mediana	36,72	40,13	11,02	10,78	8,23	8,24	6,93	6,93
Percentyle:								
25	21,93	23,04	8,44	7,85	6,15	6,01	5,56	5,47
50	36,72	40,13	11,02	10,78	8,23	8,24	6,93	6,93
75	59,11	60,36	16,98	17,71	10,17	10,32	8,70	9,18
Liczba obserwacji	378	378	317	317	220	220	141	141

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane rezultaty świadczą o dużej stabilności struktur własnościowo-kontrolnych w polskich spółkach publicznych. Badania prowadzone od 2002 r. w różnych ośrodkach akademickich pokazują bardzo zbliżone wskaźniki koncentracji własności i kontroli (tabela 2). W każdym przypadku mediana udziału głosów na WZA jest o kilka punktów procentowych większa od mediany udziału we własności. Nieco wyższe wartości wskaźników otrzymane dla 2004 r. mogły być spowodowane doбором spółek do próby badawczej.

Tabela 2. Koncentracja własności i kontroli dla największych akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych – wyniki badań

Rok	Zespół badawczy	Próba	Wskaźniki koncentracji własności i kontroli	
			mediana % udziału we własności dla 1 pakietu	mediana % udziału głosów na WZA dla 1 pakietu
2002	P. Tamowicz, M. Dzierżanowski	210 niefinansowych spółek publicznych	37,2	39,5
2004	M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak	136 spółek publicznych	47,7	49,7
2006	S. Rudolf, P. Urbanek	203 spółki publiczne	38,3	41,6
2009	P. Urbanek	350 spółek publicznych	36,7	40,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *op. cit.*; M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak, *op. cit.*; S. Rudolf, P. Urbanek, *Wpływ struktury własności na efektywność nadzoru korporacyjnego*, 2007, Badania wykonane w ramach projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych (0250/H02/2005/28); P. Urbanek, *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Sopot 2009, nr 1.

Obok struktury własności istotny wpływ na funkcjonowanie spółki wywiera także typ inwestora posiadającego dominujący lub większościowy pakiet akcji. Decyduje to m.in. o stosowanych w spółce mechanizmach kontrolno-monitorujących, narzędziach stymulowania efektywnych postaw, sposobie zarządzania, horyzoncie czasowym podejmowanych decyzji, zasadach alokacji nadwyżki ekonomicznej itd. Dla potrzeb niniejszego opracowania wyróżniono następujące kategorie inwestorów:

- 1) indywidualni – członkowie zarządu; kategoria ta obejmuje osoby wchodzące w skład zarządu spółki w obecnej i poprzedniej kadencji,
- 2) indywidualni – członkowie rady nadzorczej; kategoria ta obejmuje osoby wchodzące w skład rady nadzorczej spółki w obecnej i poprzedniej kadencji,
- 3) indywidualni – osoby fizyczne niepowiązane ze spółką,
- 4) zagraniczni branżowi,
- 5) krajowi branżowi,
- 6) instytucjonalni<sup>31</sup>,

<sup>31</sup> Inwestorzy instytucjonalni obejmują takie kategorie, jak: otwarte fundusze emerytalne, powszechne towarzystwa emerytalne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, firmy zarządzające aktywami, towarzystwa ubezpieczeniowe, narodowe fundusze inwestycyjne.

7) podmioty państwowe – dotyczy to przede wszystkim Skarbu Państwa, ale również jednostek powiązanych z sektorem publicznym (podmioty komunalne, NFOŚNiGW),

8) spółki,

9) pozostali<sup>32</sup>.

Tabela 3. Koncentracja własności według rodzaju inwestora

Rodzaj inwestora	Pierwszy największy		Drugi największy		Trzeci największy		Czwarty największy	
	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji
Członkowie zarządu	94	32,43	47	15,47	25	9,50	17	8,10
Członkowie rady nadzorczej	46	39,09	34	16,52	23	9,54	15	7,21
Indywidualni – pozostali	27	25,28	41	11,23	30	8,60	11	7,19
Zagraniczny branżowy	27	25,28	6	15,68	4	9,73	4	7,85
Krajowy branżowy	45	46,46	12	13,59	6	11,58	6	6,86
Instytucjonalny	58	23,44	135	9,77	111	7,51	72	6,70
Podmioty państwowe	15	50,67	3	8,81	1	5,00	2	6,71
Spółki – do umorzenia	2	13,00	4	13,35	4	8,29	10	7,46
Pozostali inwestorzy	49	41,08	34	13,20	14	9,73	17	8,10

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 przedstawione są wskaźniki koncentracji własności i kontroli według kategorii inwestorów. Biorąc pod uwagę pierwszy pakiet akcji, największy udział mają tutaj osoby zarządzające spółkami (94 spółki). Na kolejnych miejscach są inwestorzy instytucjonalni (58 spółek), osoby nadzorujące (46 spółek), krajowi inwestorzy branżowi (45 spółek). W 49 spółkach są to pozostali inwestorzy, z czego aż w 33 przypadkach nie można dokonać identyfikacji tego inwestora, gdyż są to spółki zazwyczaj „istniejące na papierze”, niemające siedziby, często zarejestrowane np. na Cyprze. Podmioty państwowe posiadają dominujące

<sup>32</sup> W pozycji „pozostali inwestorzy” mieszczą się fundacje, porozumienia akcjonariuszy, wspólnicy mniejszościowych spółek zależnych, inwestorzy finansowi oraz nieznanego typu inwestora. Pod pojęciem inwestora finansowego należy rozumieć podmiot niezaliczony do inwestorów instytucjonalnych lub branżowych, działający w innej branży niż spółka, której jest on akcjonariuszem.

pakiety akcji tylko w 15 spółkach, ale stanowi to prawie 75% przypadków, kiedy Skarb Państwa jest jednym z 4 największych akcjonariuszy. Nieco inny rozkład zaangażowania największych inwestorów otrzymamy, analizując przeciętny udział we własności. Największa mediana pierwszego pakietu akcji występuje dla Skarbu Państwa (51%), krajowych inwestorów branżowych (46%), pozostałych inwestorów (41%), osób nadzorujących (39%) oraz zarządzających (32%).

Stopień zaangażowania różni się, gdy uwzględnimy kolejnych inwestorów. Przede wszystkim zdecydowanie obniża się liczba i udział we własności inwestorów branżowych, zagranicznych i krajowych. Liczba zagranicznych spada do 7 dla drugiego pakietu akcji, 4 dla trzeciego i czwartego, mediana udziału we własności zaś wynosi: 15,7%, 9,7%, 7,9%. W przypadku inwestorów krajowych branżowych wartości te wynoszą odpowiednio dla poszczególnych pakietów: 12, 6 i 6 liczby inwestorów i 13,6%, 11,6%, 6,9% mediany udziału we własności. Dla inwestorów indywidualnych, z wyjątkiem osób zarządzających, liczba inwestorów nie zmienia się istotnie, natomiast spada ich udział we własności. Dla drugiego i trzeciego pakietu akcji najważniejszą rolę przejmują inwestorzy instytucjonalni. Dla pakietu drugiego stanowią oni 1/3 akcjonariuszy (135 spółek), dla pakietu trzeciego prawie 30% (111 spółek). Są oni również najważniejszym inwestorem dla pakietu czwartego.

Kraj pochodzenia inwestora jest kolejnym czynnikiem determinującym rozkład struktur własności w polskich spółkach publicznych (tabela 4). W przypadku inwestorów posiadających pierwszy pakiet akcji mediana udziału we własności dla inwestorów zagranicznych o prawie 20 punktów procentowych przewyższa poziom tego wskaźnika dla inwestorów krajowych. Dla kolejnych pakietów akcji ta różnica praktycznie nie występuje. Uzasadnieniem takich wyników jest wskazywana wyżej kwestia ochrony praw własności, która dla inwestorów zagranicznych przybiera postać zablokowanej własności akcji, dającej większą siłę głosu.

Tabela 4. Koncentracja własności według kraju pochodzenia inwestora

Inwestor	Pierwszy największy		Drugi największy		Trzeci największy		Czwarty największy	
	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji
Krajowy	277	32,31	266	11,05	191	8,17	122	6,93
Zagraniczny	100	50,72	50	10,72	28	8,70	16	7,28

Źródło: opracowanie własne.

Interesujący rozkład koncentracji własności występuje w przekroju sektorowym (tabela 5). Zdecydowanie największy udział we własności mają posiadacze jednego pakietu akcji w sektorze bankowym – mediana udziału w kapitale akcyj-

nym wynosi 75%. Są to przede wszystkim zagraniczni inwestorzy branżowi, którzy kontrolują 9 z 14 banków publicznych. Kolejne pakiety są znacznie mniejsze i w większości banków, poza dominującym akcjonariuszem, nie ma innych posiadających więcej niż 5% akcji. Podobna sytuacja występuje w przemyśle spożywczym, mediach i sektorze materiałów budowlanych, chociaż tutaj różnice między poszczególnymi pakietami są mniejsze. Bardziej równomierny rozkład własności, jeśli chodzi o liczbę dużych akcjonariuszy dla poszczególnych pakietów akcji, ma miejsce w takich sektorach, jak: przemysł lekki, drzewno-papierniczy i pozostały, handel, przemysł chemiczny, pozostałe usługi.

Tabela 5. Koncentracja własności według sektora

Sektor	Pierwszy największy		Drugi największy		Trzeci największy		Czwarty największy	
	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji	liczba spółek	mediana % akcji
Bankowość	14	75,00	8	6,70	2	5,45	1	5,32
Usługi finansowe	23	34,99	16	11,24	12	8,30	5	7,32
Przemysł chemiczny	30	34,15	23	10,61	13	7,34	9	5,97
Przemysł elektromaszynowy i metalowy	49	37,62	42	10,94	28	8,77	18	7,09
Przemysł spożywczy	26	46,20	21	13,16	11	6,22	7	5,28
Przemysł lekki, drzewno-papierniczy, pozostałe	41	31,51	29	12,38	25	9,30	19	6,96
Telekomunikacja	6	32,64	6	14,50	5	8,46	1	6,13
Informatyka	31	32,19	27	9,91	18	9,42	15	7,62
Handel	43	27,62	40	13,93	31	8,07	20	6,68
Budownictwo	53	33,72	52	10,03	37	7,51	22	6,89
Materiały budowlane	17	40,90	13	12,98	10	9,71	7	8,35
Media	11	41,18	9	10,84	6	7,80	5	6,45
Pozostałe usługi	34	42,41	31	14,16	22	9,58	12	7,32

Źródło: opracowanie własne.

Analiza koncentracji własności powinna zostać uzupełniona o analizę koncentracji kontroli. Jednym z narzędzi umożliwiających rozdzielenie kontroli od własności jest zastosowanie akcji uprzywilejowanych (pluralnych). Uprzywilejowanie akcji polega najczęściej na przyznaniu im większych praw w głosowaniu podczas zgromadzeń akcjonariuszy. Należą one przeważnie do założycieli

spółki, którzy dzięki zastosowaniu takiego rozwiązania nie tracą kontroli nad spółką. Do końca 2000 r. według regulacji Kodeksu handlowego spółki mogły emitować akcje z maksymalnym uprzywilejowaniem 5 głosów na 1 akcję. Od 2001 r. wynosi ono 2, ale nie dotyczy spółek publicznych<sup>33</sup>. Akcje uprzywilejowane co do głosu muszą być imienne, co oznacza, że nie mogą trafić do obrotu giełdowego. Jednocześnie spółka, która takie akcje emitowała przed uzyskaniem statutu spółki publicznej, może być notowana na giełdzie. Następne emisje muszą obejmować już tylko akcje zwykłe.

Efektom zmian w regulacjach jest to, że obecnie na warszawskiej giełdzie występują spółki z różnymi rozwiązaniami, jeśli chodzi o uprzywilejowanie akcji co do głosu<sup>34</sup>. Są spółki z akcjami pluralnymi (5, 4 lub 3 głosy na akcję) wyemitowanymi przed 2001 r., spółki, które wyemitowały akcje z dwoma głosami przed uzyskaniem statusu spółki publicznej, ale zgodnie z regulacjami Kodeksu spółek handlowych, a także spółki, których wszystkie akcje spełniają wymóg „jedna akcja – jeden głos”.

Porównanie wskaźników koncentracji własności i kontroli z podziałem na rodzaj inwestora pokazuje kierunki transferu kontroli (tabela 6). Ze zjawiskiem lewarowania kontroli mamy do czynienia przede wszystkim w przypadku inwestorów indywidualnych – członków zarządu, członków rady nadzorczej i pozostałych indywidualnych. Różnica między medianą kontroli i medianą własności dla 1 pakietu akcji wynosi ok. 3 punktów procentowych i zmniejsza się dla kolejnych pakietów akcji. Odwrotna relacja występuje dla inwestorów instytucjonalnych, krajowych branżowych oraz pozostałych.

Tabela 6. Koncentracja własności i kontroli według rodzaju inwestora

Rodzaj inwestora	Pierwszy największy		Drugi największy		Trzeci największy		Czwarty największy	
	mediana % akcji	mediana % głosów	mediana % akcji	mediana % głosów	mediana % akcji	mediana % głosów	mediana % akcji	mediana % głosów
Członkowie zarządu	32,43	35,23	15,47	16,24	9,50	11,56	8,10	9,40
Członkowie rady nadzorczej	39,09	41,27	16,52	18,83	9,54	9,72	7,21	7,85
Indywidualni – pozostali	25,28	28,88	11,23	11,68	8,60	8,98	7,19	7,19

<sup>33</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 352, par. 1.

<sup>34</sup> A. Adamska, *Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach giełdowych* [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 489.



cd. tabeli 6

Rodzaj inwestora	Pierwszy największy		Drugi największy		Trzeci największy		Czwarty największy	
	mediana % akcji	mediana % głosów	mediana % akcji	mediana % głosów	mediana % akcji	mediana % głosów	mediana % akcji	mediana % głosów
Zagraniczny branżowy	60,92	61,53	15,68	17,67	9,73	9,98	7,85	9,88
Krajowy branżowy	46,46	47,81	13,59	13,17	11,58	8,92	6,86	6,61
Instytucjonalny	23,44	23,16	9,77	9,56	7,51	6,60	6,70	5,93
Podmioty państwowe	50,67	51,39	8,81	8,81	5,00	5,00	6,71	–
Spółki – do umorzenia	13,00	15,00	13,35	10,94	8,29	7,54	7,46	7,21
Pozostali inwestorzy	41,08	41,72	13,20	12,87	9,73	9,71	8,10	7,46
Razem	36,72	40,13	11,02	10,78	8,23	8,29	6,93	6,95

Źródło: opracowanie własne.

Zjawisko oddzielenia własności od kontroli jest jeszcze bardziej widoczne, gdy analizuje się wskaźnik lewarowania kontroli jako relację udziału w liczbie głosów do udziału w liczbie akcji dla poszczególnych kategorii inwestorów (tabela 7). W badanej próbie dla jednego pakietu akcji w 6,1% spółek udział w kontroli jest mniejszy niż udział we własności, dla 65,4% równy i dla 28,5% występuje lewarowanie kontroli. W spółkach, w których pierwszy pakiet akcji posiadają osoby zarządzające, akcje uprzywilejowane co do głosu wystąpiły prawie w połowie przypadków (46,8%). Tam, gdzie największy pakiet mają osoby nadzorujące, uprzywilejowanie ma miejsce w 37% spółek. Zdecydowanie rzadziej niż wynosi przeciętna dla całej próby, większy zakres kontroli niż własności wystąpił dla zagranicznych inwestorów branżowych (10% spółek), inwestorów instytucjonalnych (17,5%), podmiotów państwowych (13,3%). Podobne wyniki otrzymano dla drugiego pakietu akcji. Oznacza to, że tego rodzaju inwestorzy preferują posiadanie akcji, które mogą być w każdej chwili włączone do obrotu, nawet kosztem mniejszego zakresu kontroli nad spółką.

Zjawisko koncentracji kontroli można analizować również na podstawie relacji występujących między kontrolą wynikającą z największego pakietu akcji a kontrolą, jaką sprawują kolejni najwięksi akcjonariusze (tabela 8). Dla całej badanej próby w ponad 35% przypadków pierwszy pakiet akcji nie daje przewagi nad następnymi akcjonariuszami. W 21,7% spółek przewaga 1 akcjonariusza jest zdecydowana (ponad 10-krotność lub tylko jeden znaczący akcjonariusz), w kolejnych 28% spółek znacząca (dwóch do 10-krotności). Przewaga największego

Tabela 7. Wskaźnik lewarowania kontroli a rodzaj inwestora (liczba i procent spółek dla dwóch pierwszych pakietów)

Rodzaj inwestora	Pierwszy największy			Drugi największy		
	% akcji = % głosów	% akcji < % głosów	% akcji > % głosów	% akcji = % głosów	% akcji < % głosów	% akcji > % głosów
Członkowie zarządu	48	44	2	23	22	2
	51,1%	46,8%	2,1%	48,9%	46,8%	4,3%
Członkowie rady nadzorczej	28	17	1	15	18	1
	60,9%	37,0%	2,2%	44,1%	52,9%	2,9%
Indywidualni – pozostali	17	7	3	25	11	5
	63,0%	25,9%	11,1%	61,0%	26,8%	12,2%
Zagraniczny branżowy	34	4	2	5	1	0
	85,0%	10,0%	5,0%	83,3%	16,7%	0,0%
Krajowy branżowy	29	12	4	8	2	2
	64,4%	26,7%	8,9%	66,7%	16,7%	16,7%
Instytucjonalny	40	10	8	97	12	26
	69,0%	17,2%	13,8%	71,9%	8,9%	19,3%
Podmioty państwowe	13	2	0	3	0	0
	86,7%	13,3%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%
Spółki – do umorzenia	1	1	0	1	2	1
	50,0%	50,0%	0,0%	25,0%	50,0%	25,0%
Pozostali inwestorzy	36	10	3	24	7	3
	73,5%	20,4%	6,1%	70,6%	20,6%	8,8%
Razem	246	107	23	201	75	40
	65,4%	28,5%	6,1%	63,6%	23,7%	12,7%

Źródło: opracowanie własne.

akcjonariusza rośnie w przypadku takich inwestorów, jak Skarb Państwa, zagraniczny inwestor branżowy, krajowy inwestor branżowy. Na 15 spółek, w których Skarb Państwa jest największym investorem, w ośmiu jego przewaga na pozostałymi jest ponad 10-krotna. Zagraniczni inwestorzy branżowi w prawie 80% przypadków posiadają ponad dwukrotnie większy zakres kontroli niż kolejni akcjonariusze, posiadający pakiety powyżej 5% akcji. Dla krajowych inwestorów branżowych taka sytuacja dotyczy ponad 55,6% spółek.

Nieco inne wyniki otrzymano dla spółek kontrolowanych przez inwestorów indywidualnych. W takich spółkach, jak to wcześniej wykazano, częściej występuje lewarowanie kontroli. Zarazem stopień koncentracji kontroli dla największego akcjonariusza jest zdecydowanie mniejszy (np. w 44% spółek z jednym pakietem w posiadaniu członka zarządu nie ma on przewagi nad pozostałymi

Tabela 8. Przewaga pierwszego akcjonariusza w stosunku do następnych (bez *free float*) według procentu głosów

Rodzaj inwestora	Brak przewagi	Od 1 do 2	Od 2 do 10	Powyżej 10
Członkowie zarządu	41	15	19	18
	44,1%	16,1%	20,4%	19,4%
Członkowie rady nadzorczej	16	8	15	7
	34,8%	17,4%	32,6%	15,2%
Indywidualni – pozostali	12	7	3	5
	44,4%	25,9%	11,1%	18,5%
Zagraniczny branżowy	5	4	17	14
	12,5%	10,0%	42,5%	35,0%
Krajowy branżowy	14	6	18	7
	31,1%	13,3%	40,0%	15,6%
Instytucjonalny	27	10	8	12
	47,4%	17,5%	14,0%	21,1%
Podmioty państwowe	0	2	5	8
	0,0%	13,3%	33,3%	53,3%
Spółki – do umorzenia	1	1	0	0
	50,0%	50,0%	,0%	,0%
Pozostali inwestorzy	14	7	18	10
	28,6%	14,3%	36,7%	20,4%
Razem	130	60	103	81
	34,8%	16,0%	27,5%	21,7%

Źródło: opracowanie własne.

akcjonariuszami). Wyjaśnienie tego zjawiska jest bardzo proste. Są to spółki kontrolowane nie przez jednostkowych akcjonariuszy, ale przez założycieli wraz z rodzinami lub osoby zarządzające i nadzorujące. W takich przypadkach pakiety akcji są rozłożone bardziej równomiernie między największych akcjonariuszy, ale zablokowane dają pełną kontrolę nad spółką.

## 6. Wnioski

Najważniejszym zadaniem rynku kontroli nad korporacjami jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie takich zasad alokacji zasobów i kontroli nad zasobami, które umożliwią ich efektywne wykorzystanie. W otwartym systemie kontroli mechanizm ten prowadzi do ograniczania oportunistycznych

postaw kadry kierowniczej, kiedy to indywidualni rozproszeni akcjonariusze nie mają motywacji i możliwości do osobistego angażowania się w procesy monitorowania menedżerów. W systemie zamkniętym właściciele większościowych pakietów akcji potrafią skutecznie monitorować procesy zarządzania spółkami. Problemem staje się wprowadzenie mechanizmów monitorowania inwestorów dominujących, przede wszystkim w celu ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Celem artykułu była próba odpowiedzi na pytanie, czy w warunkach polskiego rynku kapitałowego, biorąc pod uwagę cechy struktur własnościowo-kontrolnych w spółkach publicznych, rynek kontroli nad korporacjami sprawdza się jako mechanizm nadzoru korporacyjnego.

Przedstawione wyniki upoważniają do sformułowania kilku wniosków. W polskich spółkach publicznych występuje wysoki i stabilny w czasie poziom koncentracji własności i kontroli charakterystyczny dla zamkniętego systemu kontroli nad spółką. Wskaźniki koncentracji są podobne do tych obserwowanych w innych krajach Europy Zachodniej. Najważniejszą rolę jako właściciele pierwszego pakietu akcji odgrywają inwestorzy indywidualni, w tym osoby zarządzające spółkami oraz członkowie rad nadzorczych. W badanych spółkach występuje zjawisko oddzielenia własności od kontroli w wyniku zastosowania mechanizmu akcji uprzywilejowanych. Mamy z nim do czynienia przede wszystkim w przypadku inwestorów indywidualnych.

Otrzymany obraz stabilnych struktur własnościowo-kontrolnych polskich spółek publicznych skłania do sformułowania wniosku o ograniczonej roli, jaką na polskim rynku kapitałowym może odgrywać rynkowy mechanizm kontroli nad korporacjami. Jest jednak kilka przesłanek, które mogą wskazywać na możliwość wykorzystania tego mechanizmu. Tylko w co trzeciej spółce występuje akcjonariusz większościowy, mający ponad 50% głosów na WZA. W co czwartej spółce udział akcji w wolnym obrocie przekracza 50%. Wreszcie bardzo ważnym czynnikiem, który może mieć decydujący wpływ na uaktywnienie rynkowego mechanizmu kontroli jest bardzo zaangażowanie w polskich spółkach publicznych inwestorów instytucjonalnych. Ilościowo jest to największa grupa akcjonariuszy dysponujących znaczącymi pakietami akcji i głosów. Ich zablokowana własność może stanowić znaczącą opozycję w stosunku do dominujących akcjonariuszy zainteresowanych utrzymaniem w spółce *status quo*. Świadczy o tym kilka przykładów spektakularnych przejęć, jakie miały miejsce na polskiej giełdzie w ostatnich latach. Aktywizacja tego rodzaju zjawisk może wskazywać na coraz większą skuteczność polskiego rynku kontroli nad korporacjami.

## Literatura

- Adamska A., *Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach giełdowych [w:] Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Allgood S., Farrell K.A., *The Effect of CEO Tenure on the Relation between Firm Performance and Turnover*, „The Journal of Financial Research” 2000, vol. 23, nr 3.
- Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Badania wykonane w ramach projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych (1H02C 013 26).
- Arthaud-Day M.L., Certo S.T., Dalton C.M., Dalton D.R., *A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatement*, „Academy of Management Journal” 2006, vol. 40, nr 6.
- Barca F., Becht M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2002.
- Bozec Y., Bozec R., *Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects?*, „Canadian Journal of Administrative Science” 2007, nr 24.
- Edwards J.S.S., Weichenried A.J., *Ownership Concentration and Share Valuation*, „German Economic Review” 2004, nr 5(2).
- Faccio M., Lang L.H.P., *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, „Journal of Financial Economics” 2002, nr 65.
- Franks J., Mayer C., *The Ownership and Control*, London Business School, 1995.
- Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009.
- Gadhoun Y., Noiseux M.H., Zeghal D., *Demystifying the Illusion of the Positive Effects of Ownership Concentration on Corporate Performance*, „Investment Management and Financial Innovation” 2005, nr 4.
- Grosfeld I., Hashi I., *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatized Firms: Evidence from Poland and Czech Republic*, „Corporate Governance” 2007, vol. 15, nr 4.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.
- Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2000.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Krug J., Aguilera R., *Top Management Team Turnover in Merges and Acquisitions*, „Advances in Merges and Acquisitions” 2005, nr 4.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership around the World*, „Journal of Finance” 1999, nr 54.
- La Porta R.F., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997, nr 52.
- Lis K.A., Sterniczak H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Manne H.M., *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1965, vol. 73, nr 2.

- Mulbert P.O., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, „CEGI Working Paper Series in Law” 2010, nr 151.
- Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego, red. P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- O’Reilly J.W.C.A., Chandratat I., *Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence*, „Administrative Science Quarterly” 1990, vol. 35.
- O’Sullivan M.A., *Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, 2002.
- Pedersen T., Thomsen S., *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity*, „Journal of Management and Governance” 2003, nr 7.
- Postrach K., *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem [w:] Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Rajan R.G., Zingales L., *Power in a Theory of the Firm*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, May.
- Roe M., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994.
- Rudolf S., *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Rudolf S., Urbanek P., *Wpływ struktury własności na efektywność nadzoru korporacyjnego*, 2007, Badania wykonane w ramach projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych (0250/H02/2005/28).
- Shleifer A., Vishny R.W., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, nr 2, June.
- Shleifer A., Vishny R.W., *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1986, vol. 94, nr 3.
- Singh H., Harianto F., *Management-board Relationships, Takeover Risk and Adaptation of Golden Parachutes: An Empirical Investigation*, „Academy of Management Journal” 1989, March.
- Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwojowe*, red. J. Jeżak, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Raport z badania KBN (H02C 013 20), Gdańsk 2002.
- Turbull S., *Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories*, „Corporate Governance Research Papers” 1997, vol. 5, nr 4.
- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Urbanek P., *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Sopot 2009, nr 1.
- Urbanek P., *Wynagrodzenia zarządów w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006.

- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539.
- Walsh J.P., Seward J.K., *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms*, „Academy of Management Review” 1990, vol. 15, nr 3.
- Yeh A., Lim S., Vos E., *Path Dependence or Convergence? The Evolution of Corporate Ownership around the World*, „Review of Law and Economics” 2007.
- Yeh Y.H., *Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value?* „Corporate Governance” 2005, vol. 13, nr 2.
- Zalega K., *Tunelowanie, czyli transfer aktywów i zysków z korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 3(109).

### **The Market for Corporate Control in the Conditions of the Closed Control Model (The Case of Polish Public Companies)**

Ownership concentration and control systems determine the functioning and effectiveness of company control mechanisms. In the open system, which is characterised by dispersed shareholding, the main role is played by an external mechanism – the market for corporate control. In the closed system, in which ownership is concentrated, a key role is played by the internal institutional control mechanism based on company management boards. The presented results of research indicate a stable ownership and control structure of Polish public companies. It leads to the conclusion that the market mechanism for corporate control is likely to be less significant on the Polish capital market. This mechanism, however, may be applied for a number of reasons: a limited number of companies with a majority shareholder, the existence of companies in which free float exceeds 50%, and a large share of institutional investors in Polish public companies. Their concentrated ownership may constitute a strong opposition against the dominating shareholders who are in favour of maintaining the company's *status quo*. It is confirmed by a number of spectacular takeovers on the Polish Stock Exchange in recent years. The occurrence of such phenomena confirms the increasing effectiveness of the Polish market for corporate control.

**Piotr Urbanek** – doktor habilitowany, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej.

*Zainteresowania naukowo-badawcze:* nowa ekonomia instytucjonalna, nadzór korporacyjny, w szczególności polityka wynagradzania kadry menedżerskiej, funkcjonowanie rynku kontroli nad korporacjami oraz nadzór korporacyjny w sektorze usług finansowych.

e-mail: piotrur@uni.lodz.pl

