

Katarzyna Byrka-Kita

Uniwersytet Szczeciński

ISTOTA I ŹRÓDŁA PRYWATNYCH KORZYŚCI Z TYTUŁU KONTROLI – ZARYS PROBLEMU

Streszczenie: Pomimo występowania w literaturze wielu definicji prywatnych korzyści z tytułu kontroli, pozornie zbliżonych, w wielu przypadkach zasadniczo się one od siebie różnią. Celem artykułu jest analiza definicji i źródeł oraz przedstawienie istoty prywatnych korzyści z tytułu kontroli w kontekście typologii zaproponowanych przez innych badaczy.

Słowa kluczowe: prywatne korzyści z tytułu kontroli, premia, struktura własności.

1. Wstęp

Prywatne korzyści z tytułu kontroli stanowią przedmiot zainteresowania teorii finansów oraz teorii organizacji już od wielu lat. Analizują je badacze zajmujący się problemami wyceny, jak i finansów przedsiębiorstw oraz nadzoru korporacyjnego. Już Adam Smith w swoim dziele *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, a później Adolf Berle i Gardner Means w *The Modern Corporation and Private Property* oraz Kenneth Arrow w *The Limits of Organization* podkreślali zagrożenia wynikające z rozproszonego akcjonariatu oraz konfliktu celów pomiędzy agentem i przełożonym. Znaczne pakiety akcji z jednej strony stanowią narzędzie pozwalające chronić interesy akcjonariuszy, a z drugiej strony badania, przeprowadzone między innymi przez La Portę, Lopez-de-Silanesa i Shleifera [1999, s. 471-517] oraz Dycka oraz Zingalesa [2004, s. 537-600], dowodzą, iż w krajach charakteryzujących się słabym systemem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych akcjonariat jest znacznie bardziej skoncentrowany i nawet w największych firmach funkcjonuje akcjonariusz dysponujący kontrolnym pakietem akcji – bywa, że jest nim państwo, ale znacznie częściej jest to rodzina, a przeważnie założyciel firmy lub jego spadkobiercy. Natomiast jedno z podstawowych założeń współczesnej teorii finansów dotyczy rozproszenia własności w spółkach publicznych oraz tego, że wszyscy właściciele otrzymują takie samo wynagrodzenie, proporcjonalnie do udziału w strukturze własności. Kolejne z fundamentalnych założeń odnosi się do dywersyfikacji. Model wyceny aktywów kapitałowych oparty został między innymi na przesłance, iż inwestorzy dywersyfikują swoje aktywa w celu eliminacji ryzyka

specyficznego. W konsekwencji pojawia się pytanie, dlaczego ktokolwiek miałby zrezygnować z korzyści wynikających z dywersyfikacji i alokować większość swoich funduszy w akcjach pojedynczej firmy. Jednocześnie statystyki wskazują na zgoła odmienne zjawisko – z badań przeprowadzonych przez European Corporate Governance Network wynika, że w Austrii największy inwestor posiada przeciętnie 82,2% udziału we własności, w Niemczech ponad 85% publicznych spółek akcyjnych posiada dominującego inwestora, kontrolującego przynajmniej 25% głosów na walnym zgromadzeniu, natomiast we Włoszech mediana udziału pierwszego największego akcjonariusza wynosi 51%. W przypadku korporacji holenderskich, francuskich, hiszpańskich i szwedzkich wartość mediany dla największego akcjonariusza wynosi odpowiednio 43,5%, 20%, 34,5% i 34,9% [Popławski]. Z kolei badania przeprowadzone przez Tamowicza i Dzierżanowskiego¹ w Polsce wskazują, że poziom koncentracji własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW na koniec 2000 r. był wysoki i zbliżony z poziomem obserwowanym dla dużej części rynków kapitałowych krajów Europy kontynentalnej [Tamowicz, Dzierżanowski 2002]:

- 161 spółek (76,7%) posiadało akcjonariusza dysponującego pakietem akcji uprawniającym do wykonywania ponad 25% głosów na WZA,
- 75 spółek (35,7%) posiadało akcjonariusza dysponującego ponad 50% głosów na WZA,
- mediana udziału w kontroli dla największego akcjonariusza wynosiła 39,5% głosów na WZA (37,2% dla udziału we własności).

Również w latach 2001-2004 wśród spółek publicznych nie było ani jednej spółki, która posiadałaby całkowicie rozproszony akcjonariat [Wajda 2006]. Według Holderness [2003, s. 51-64] utrzymywanie przez inwestorów dużych portfeli akcji jest powodowane następującymi czynnikami:

- korzyściami z tytułu kontroli, dzielonymi pomiędzy akcjonariuszy proporcjonalnie do ich udziału w strukturze kapitału własnego firmy: wspólne korzyści z tytułu kontroli wynikają z ponadprzeciętnych umiejętności zarządzania lub też kontrolowania biznesu przez właścicieli bloków akcji, którzy mają bezpośredni wpływ na decyzje menadżerskie, zarządzając samodzielnie lub też poprzez powołanych przez siebie reprezentantów;
- prywatnymi korzyściami z tytułu kontroli, które sprowadzają się do wykorzystywania zasobów przedsiębiorstwa albo korzystania z korzyści generowanych przez przedsiębiorstwo z pominięciem akcjonariuszy mniejszościowych, a w większości przypadków właściwie ich kosztem; wspomniane prywatne korzyści z tytułu kontroli mogą mieć charakter pieniężny lub też niepieniężny; jednocześnie należy tu zaznaczyć, że inwestorzy mogą mieć również do czynienia z prywatnymi kosztami z tytułu kontroli, gdy niezbędny jest nadzór nad działaniami zarządu lub też toczą się sprawy sądowe wytaczane przez niezadowolonych udziałowców mniejszościowych.

¹ Analiza obejmuje 210 podmiotów niefinansowych: 190 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) i 20 podmiotów notowanych na rynku pozagiełdowym.

Pomimo występowania w literaturze wielu definicji prywatnych korzyści z tytułu kontroli, pozornie zbliżonych, w wielu przypadkach znacznie się one od siebie różnią. Celem artykułu jest analiza definicji i źródeł oraz przedstawienie istoty prywatnych korzyści z tytułu kontroli.

2. Przegląd definicji i klasyfikacja prywatnych korzyści z tytułu kontroli

Prywatne korzyści z tytułu kontroli pochodzą z różnych źródeł, w konsekwencji ich klasyfikacja jest niezwykle utrudniona, z natury rzeczy bowiem nie będzie ona wyczerpująca i rozłączna. Dlatego można mówić raczej o typologii, która stanowi podział pewnych obiektów na grupy, charakteryzujące się pewną wspólną cechą lub grupą cech – stanowiących pewien typ. Podział typologiczny jest podziałem bardziej elastycznym niż klasyfikacja. Dyck i Zingales [2004] podkreślają, że nie jest to przypadek, a konsekwencja faktu, iż ze względu na ich charakter prywatnych korzyści z tytułu kontroli nie można obserwować w sposób bezpośredni, a co za tym idzie trudno jest je mierzyć w wiarygodny sposób. Właściciel pakietu kontrolnego będzie próbował przejmować przepływy przynależne akcjonariuszom mniejszościowym tylko i wyłącznie w przypadku, gdy jest to bardzo trudne do zweryfikowania i udowodnienia w sądzie. Z kolei Coates definiuje je w następujący sposób: „Skala koncentracji własności jest ściśle powiązana z pojęciem prywatnych korzyści z tytułu kontroli. Natomiast prywatne korzyści z tytułu kontroli stanowią wszelkie pożytki czerpane przez akcjonariusza dysponującego pakietem kontrolnym, a które to pożytki nie są dzielone z akcjonariuszami mniejszościowymi adekwatnie do ich udziału w strukturze własności” [Coates 2003]. Coates wyróżnia trzy rodzaje prywatnych korzyści z tytułu kontroli:

- „Złe korzyści z tytułu kontroli”: transfery wartości od udziałowców mniejszościowych do udziałowców dysponujących pakietem kontrolnym, które są nieefektywne w takim znaczeniu, że zysk właściciela pakietu kontrolnego jest mniejszy niż strata udziałowca mniejszościowego, co według badaczy takich jak La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer i Vishny [1997, s. 1131-1150] oznacza nie tylko zmniejszenie wartości firmy, ale również straty społeczne w postaci obniżenia wartości PKB generowanego przez gospodarkę narodową. Sprowadzają się one do wypłacania wygórowanych wynagrodzeń, przyznawania różnego rodzaju dodatków związanych z pełnioną funkcją, transferowania korzyści z przedsiębiorstwa poprzez tzw. transakcje z samym sobą (*self-dealing transactions*), nadmiernej awersji do ryzyka, podejmowania suboptymalnych decyzji strategicznych lub operacyjnych, zmierzających do zaspokojenia osobistych interesów udziałowców dysponujących pakietem kontrolnym. Często przytaczanym przykładem patologicznych działań jest *asset stripping* (transakcje służące wyprzedazy aktywów przedsiębiorstwa), w których konsekwencji przykładowo wartość Gazpromu jest o wiele niższa niż porównywalnych zagranicznych

spółek. Kolejny szeroko opisany w literaturze przykład to przypadek Konrada Blacka, prezesa i jednego z właścicieli Hollinger International Inc., który został skazany za działanie na szkodę akcjonariuszy (między innymi pieniędzmi spółki sfinansował zakup dokumentów historycznych dotyczących Franklina Delano Roosevelta – 8 mln USD) [Edge 2004].

- „Dobre korzyści z tytułu kontroli”, przez autorów takich jak Demsetz i Lehn [1985, s. 1155-1177] nazywane potencjalnymi udogodnieniami *amenity potential*: transfery wartości, które są efektywne w takim znaczeniu, że zysk właściciela pakietu kontrolnego nie jest mniejszy niż strata udziałowca mniejszościowego. Jest to równoznaczne z sytuacją, w której w momencie sprzedaży obecny właściciel pakietu kontrolnego wycenia wartość kontroli wyżej niż ktokolwiek inny – co zgodnie z tradycyjną, neoklasyczną teorią przedsiębiorstwa jest niemożliwe, niemniej jednak w praktyce jest często obserwowane, szczególnie w branży sportowej (profesjonalne kluby sportowe) lub medialnej² [Djankov, McLiesh, Nenova, Shleifer 2001], ale nie tylko, bo również w przypadku firm działających w sferze sztuki, mody, muzyki. Właściciele tego typu firm są znacznie bardziej zainteresowani posiadaniem kontroli nad swoimi produktami niż wpływami ze sprzedaży udziałów na rynku kapitałowym. Innym przykładem dobrych korzyści z tytułu kontroli są synergie, które powstają pomiędzy przedsięwzięciami kontrolowanymi przez udziałowca dominującego – mogą one być korzystne także dla udziałowców mniejszościowych, nawet w sytuacji gdy nie są one dzielone wprost proporcjonalnie do udziału w strukturze akcjonariatu. Również Holderness podziela opinię, iż korzyści z tytułu synergii oraz prywatne korzyści o charakterze niepieniężnym nie muszą w każdym przypadku zmniejszać wartości spółki z punktu widzenia udziałowców mniejszościowych [Holderness 2003].
- „Nieodłączne korzyści z tytułu kontroli”: czyli takie, które z natury rzeczy nie mogą być dzielone z udziałowcami mniejszościowymi, niezależnie od tego, czy udziałowiec mniejszościowy wyceniłby je wyżej, czy też niżej niż akcjonariusz dysponujący pakietem kontrolnym – odnoszą się one do sytuacji, w których przedsiębiorcy są skłonni w zamian za autonomię i prawo do ostatecznej decyzji (tylko jedna osoba w firmie może mieć najwyższą pozycję w hierarchii) ponosić koszty w postaci niższych oczekiwanych stóp zwrotu.

Natomiast Sepe [2010], definiując prywatne korzyści z tytułu kontroli jako korzyści niedostępne dla udziałowców mniejszościowych, dzieli je na takie, które prowadzą do rozproszenia wartości, i takie, które nie mają degenerującego wpływu na bogactwo właścicieli pakietów mniejszościowych:

- prywatne korzyści z tytułu kontroli prowadzące do transferu wartości od właścicieli pakietów mniejszościowych do właścicieli dysponujących pakietem kon-

² Na polskim rynku potwierdza tę regułę struktura własności spółek takich, jak TVN czy Cyfrowy Polsat SA. Odpowiedź prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów na zapytanie nr 3717 w sprawie struktury własności mediów w Polsce, <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ6.nsf/main/51363E5A>.

trolnym, wśród nich najczęstszymi praktykami są: dodatkowe świadczenia i udogodnienia przeznaczone dla zarządu, zarządzanie prowadzące do realizacji zysków płynących z pojawiających się szans rynkowych jedynie przez właściciela pakietu kontrolnego, zawieranie umów prowadzących do przepłacania za usługi świadczone przez udziałowca dominującego, dokonywanie rozliczeń z podmiotami powiązаныmi po cenach odbiegających od rynkowych itp.;

- prywatne korzyści z tytułu kontroli NIE prowadzące do transferu wartości od właścicieli pakietów mniejszościowych do właścicieli dysponujących pakietem kontrolnym, a wręcz przeciwnie – powodujące zwiększenie wartości: poprawa pozycji konkurencyjnej właściciela pakietu kontrolnego na skutek przejęcia tejże kontroli, realizacja możliwości biznesowych, których spółka nie chciała lub też nie potrafiła realizować dotychczas; w przeciwieństwie do pierwszej kategorii korzyści z tytułu kontroli mają one charakter specyficzny i są niemożliwe do przekazania w konsekwencji zawieranej transakcji, a co za tym idzie potencjalni nabywcy nie są skłonni za nie płacić.

Podobnej klasyfikacji używają Massari, Monge i Zanetti [2006, s. 77-110], którzy stosując kryterium wpływu prywatnych korzyści z tytułu kontroli na poziom przepływów pieniężnych kontrolowanej firmy, wyróżniają dwa rodzaje prywatnych korzyści z tytułu kontroli:

- prywatne korzyści finansowane z przepływów generowanych przez kontrolowaną firmę, a konsumowane tylko i wyłącznie przez udziałowca dysponującego pakietem kontrolnym, np. wypłata zawyżonych wynagrodzeń; ich wartość netto spada wraz z wielkością udziału w kapitale własnym aż do momentu, gdy prywatne korzyści z tytułu kontroli i zmniejszenie przepływów operacyjnych generowanych przez kontrolowaną firmę ulegają zrównaniu;
- prywatne korzyści z tytułu kontroli realizowane przez udziałowca dysponującego pakietem kontrolnym bez naruszenia interesów udziałowców mniejszościowych, np. synergie wynikające z zaangażowania w przedsięwzięcia o kompletnym charakterze, dostęp do nowych rynków środowisk społecznych, eksploatacja wartości niematerialnych i prawnych takich jak *know-how*, sieć dystrybucji, w tym przypadku właściciele pakietu większościowego mogą z nich korzystać niezależnie od wielkości udziału, pod warunkiem że umożliwia on sprawowanie kontroli.

Z kolei Ehrhardt i Nowak [2003] analizują prywatne korzyści z tytułu kontroli w dwóch płaszczyznach – pieniężnej oraz możliwości ich transferowania (rys. 1).

Astrachan i Jaskiewicz [2008, s. 139-149] rozszerzają powyższy podział w odniesieniu do firm rodzinnych, podkreślając znaczenie kwestii emocjonalnych, i podają kolejne kategorie korzyści o charakterze niepieniężnym:

- inwestycje w długoterminowe projekty istotne z punktu widzenia kolejnych pokoleń rodziny, a niekoniecznie możliwe do uzasadnienia z czysto finansowego punktu widzenia,

- inwestycje dywersyfikujące ryzyko i prowadzące do jego obniżenia, jednocześnie zaś nie służące realizacji celu, jakim jest maksymalizacja wartości,
- inwestycje w branżę lub sektory, które służą budowaniu reputacji rodziny,
- kontynuacja działalności (ze względów sentymentalnych) w obszarach, z których należałoby zrezygnować w celu restrukturyzacji aktywów i pozbycia się zbędnego czy też przestarzałego majątku,
- zatrudnianie pracowników w interesie społecznym, chociaż ze względów finansowych outsourcing byłby znacznie korzystniejszym rozwiązaniem.

		Pieniężne „Tunneling”	Niepieniężne
Możliwość transferowania	Wysoka	I. Transakcje z samym sobą (ang. <i>self-dealing</i>): <ul style="list-style-type: none"> – wygórowane wynagrodzenia (powyżej średnich rynkowych) – przekazanie zasobów – transfer aktywów poniżej cen rynkowych – udzielanie taniach pożyczek oraz gwarancji 	III. Udogodnienia: <ul style="list-style-type: none"> – prestiż – wpływ na opinię publiczną – zadowolenie z posiadania produktów luksusowych marek – opieka lekarska
	Niska	II. Obniżanie wartości: <ul style="list-style-type: none"> – transakcje akcjami danej spółki dokonywane przez osoby mające dostęp do informacji niejawnych (<i>insider trading</i>) – ukryte (pełzające) przejęcia (<i>creeping acquisitions</i>) – działania podejmowane przez podmiot kontrolujący w celu eliminacji udziałowców mniejszościowych (<i>freeze-out and squeeze-out</i>) – emisja akcji po obniżonej cenie 	IV. Reputacja: <ul style="list-style-type: none"> – pozycja społeczna – tradycje rodzinne – promowanie członków rodziny – kontakty osobiste

Rys. 1. Typologia prywatnych korzyści z tytułu kontroli

Źródło: [Ehrhardt, Nowak 2003].

Erhardt i Nowak [2003], w przeciwieństwie do Coatesa i Holdernessa, są zdania, że istnienie jakichkolwiek korzyści, pieniężnych czy też niepieniężnych, związanych z wszelkiego rodzaju udogodnieniami czy też pozycją społeczną, w których nie partycypują udziałowcy mniejszościowi, oznacza odchylenia od realizacji funkcji celu, jaką jest maksymalizacja całkowitej wartości firmy. Dodatkowo pojawia się tu także problem niedoinwestowania, który wynika z faktu, iż realizacja prywatnych korzyści z tytułu kontroli ogranicza możliwość pozyskiwania zewnętrznych funduszy służących finansowaniu atrakcyjnych projektów.

Lauterbach i Barak [2007] do niepieniężnych korzyści z tytułu kontroli zaliczają:

- udogodnienia w postaci luksusowo wyposażonych biur, wysokich limitów wydatków, możliwości korzystania z prywatnych samolotów,
- sytuacje, gdy właściciele pakietów kontrolnych mogą wykorzystywać fundusze firmy i wypłacać znaczące darowizny na rzecz społeczności, w której funkcjonują, jednocześnie zdobywając prestiż, oraz pomagać krewnym oraz przyjaciółom i w ten sposób podnosić swój status społeczny.

Pomimo iż są to działania, których skutki mają charakter niepieniężny, to wymagają one znacznych nakładów finansowanych z budżetów korporacji, których pakiety kontrolne znajdują się w ich władaniu.

Natomiast Benos i Weisbach [2004] definiują prywatne korzyści z tytułu kontroli jako korzyści przypadające menedżerom i właścicielom dysponującym pakietem kontrolnym. Podobny pogląd prezentuje Hwang [2004], którego zdaniem prywatne korzyści z tytułu kontroli należy dzielić na te, które przypadają menadżerom, i te, które stają się udziałem właścicieli. Zaproponowany przez niego podział nie ma znaczenia w firmach, gdzie funkcja właścicielska jest ściśle związana z funkcją zarządczą. Natomiast w pozostałych przypadkach należy zwrócić uwagę na to, co rzeczywiście jest źródłem prywatnych korzyści z tytułu kontroli – znaczący pakiet akcji czy też kontrola menedżerska nad firmą. Niestety przeprowadzenie badań, które pozwoliłyby zmierzyć każdy z tych rodzajów korzyści oddzielnie, jest skomplikowane, ponieważ niezwykle trudno jest zidentyfikować sytuacje, gdzie mamy do czynienia jedynie z funkcją zarządczą i tylko i wyłącznie z funkcją właścicielską. Kolejnym problemem jest to, że w obydwu przypadkach źródła prywatnych korzyści z tytułu kontroli mogą być takie same (np. przesuwanie zasobów do podmiotów, których właścicielem jest menedżer lub właściciel znaczącego pakietu akcji). Wyniki badań przeprowadzonych przez Hwanga dowodzą, że skala prywatnych korzyści z tytułu kontroli rośnie powoli w miarę wzrostu udziału w strukturze własności, natomiast znacznie zwiększają się korzyści na skutek wzrostu skali kontroli menedżerskiej.

3. Podsumowanie

Lauterbach i Barak [2007], szukając uzasadnienia istnienia prywatnych korzyści z tytułu kontroli, przytaczają pogląd, że prywatne korzyści z tytułu kontroli stanowią dodatkowe wynagrodzenie właścicieli pakietów kontrolnych, rekompensujące im czas, wysiłki oraz zasoby finansowe inwestowane w zarządzanie firmą. Sukcesy właścicieli pakietów kontrolnych są szczególnie widoczne na rynku niemieckim w przypadku firm kontrolowanych i jednocześnie zarządzanych przez rodziny [Andres 2008, s. 431-445]. Innym wytłumaczeniem istnienia prywatnych korzyści z tytułu kontroli jest to, że stanowią one dla właścicieli pakietów kontrolnych rekompensatę za utrzymywanie nie zdywersyfikowanego portfela. Erhardt i Nowak [2003] podkreślają, że metodologia stosowana przez badaczy takich, jak Dick i Zingales [2004], Barclay i Holderness [1989], odzwierciedla jedynie te z prywatnych korzyści z tytułu kontroli, które są transferowalne, natomiast pomija te, które nie mają takiego charakteru. Podają przykład bardzo trudnych do wycenienia korzyści wynikających z reputacji oraz pozycji społecznej, generowanych przez niemiecką rodzinę Hohner (właściciele spółki Hohner AG) w mieście Trossingen. Zresztą podobne przykłady można mnożyć – kolejnym jest imperium szwedzkiej rodziny Wallenbergów, którzy do niedawna dysponując 2% akcji sztokholmskiej giełdy papierów wartościowych, kontrolowali aż 45% kapitału giełdy [Piński]. Erhardt i Nowak podkreślają, że tego

typu przywileje nie przedstawiałyby żadnej wartości z punktu widzenia kolejnych właścicieli, natomiast obecni, decydując się na upublicznienie spółki, będą je chronić. Ponadto bardzo trudno jest stworzyć mierniki ich poziomu, dlatego większość badaczy, analizując prywatne korzyści z tytułu kontroli, koncentruje się na takich ich przejawach, jak zawyżone wynagrodzenia i premie. Wyniki badań przeprowadzonych na rynku niemieckim jasno dowodzą, że wprowadzenie do struktury finansowania akcji uprzywilejowanych znacznie zmniejsza ryzyko przejęcia kontroli. Dlatego też Erhardt i Nowak, analizując rezultaty różnych rodzajów prywatnych korzyści z tytułu kontroli, posługują się nietypową miarą – efektami pierwotnych emisji akcji uprzywilejowanych. W przypadku Polski, zgodnie z art. 351 *Kodeksu spółek handlowych*³, spółki publiczne nie mogą⁴ emitować akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu⁵. W konsekwencji w przypadku badań prowadzonych na polskim rynku nie jest możliwe zastosowanie wyżej wymienionej procedury⁶.

Podsumowując przytoczone powyżej definicje, można stwierdzić, że najbardziej wyczerpujące podziały zaproponowali Coates [2003] oraz Ehrhardt i Nowak [2003]. Z punktu widzenia możliwości pomiaru tychże korzyści na rynku polskim warto byłoby rozpocząć typologię od kryterium transferowalności (transferowalne i te, których nie można przekazać), a następnie podzielić je, biorąc pod uwagę charakter transferu wartości, czyli to, czy prowadzą one, i w jakim stopniu, do uszczuplenia bogactwa akcjonariuszy mniejszościowych.

Literatura

- Andres C., *Large shareholders and firm performance – an empirical examination of founding-family ownership*, "Journal of Corporate Finance" 2008, vol. 14, issue 4, s. 431-445.
- Astrachan J.H., Jaskiewicz P., *Emotional returns and emotional costs in privately held family firms: Advancing traditional business valuation*, "Family Business Review" 2008, no. 21 (2), s. 139-149.
- Barclay M., Holderness C., *Private benefits from control of public corporations*, "Journal of Financial Economics" 1989, no. 25, s. 371-395.
- Benos E., Weisbach M., *Private benefits and cross-listings in the United States*, NBER Working Paper No. W10224, January 2004, <http://ssrn.com/abstract=486228>.

³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych*, DzU 0094.1037.

⁴ Mimo zniesienia przez *Kodeks spółek handlowych* tego rodzaju uprzywilejowania, nadal w spółkach publicznych istnieją akcje uprzywilejowane co do głosu (maksymalnie aż do 5 głosów na jedną akcję), wyemitowane przed wejściem w życie ustawy, tj. przed 1 stycznia 2001 roku.

⁵ Akcje uprzywilejowane, jako że muszą być imienne, nie mogą być przedmiotem obrotu. Niemniej jednak istnieje pewien wyjątek – akcje nieme (które mogą być na okaziciela), tj. takie, które nie dają prawa głosu, ale są uprzywilejowane co do dywidendy (co ciekawe mogą być uprzywilejowane co do dywidendy bez ograniczenia) mogą być przedmiotem obrotu.

⁶ Istnieje możliwość emitowania akcji niemych, niemniej na GPW w Warszawie nie przeprowadzono jeszcze tego typu emisji. Pojawia się jednak wątpliwość, czy akcje nieme faktycznie, ze względu na ich niewielkie ilości w obrocie i zasadniczo spekulacyjny charakter, wyrażają prawdziwą miarę wartości wewnętrznej firmy.

- Coates J.C., *Ownership, takeovers and EU law: how contestable should EU corporations be?*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 450, 2003, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/.
- Demsetz H., Lehn K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, "The Journal of Political Economy" 1985, no. 6, vol. 93.
- Djankov S., McLiesh C., Nenova T., Shleifer A., *Who owns the media?*, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1919; World Bank Policy Research Working Paper No. 2620, 2001, <http://ssrn.com/abstract=267386>.
- Dyck A., Zingales L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, "The Journal of Finance" 2004, vol. 59, no. 2, s. 537-600.
- Edge M., *The pain of the obdurate rump: Conrad Black and the flouting of Corporate Governance*, paper presented at a workshop on Corporate Governance Of Media Companies, Stockholm, Sweden, Oct. 1-2, 2004, <http://www.marcedge.com/Marc%20Edge.pdf>.
- Ehrhardt O., Nowak E., *Private benefits and minority shareholder expropriation (or what exactly are private benefits of control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809, June 2003.
- Holderness C.G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, "Economic Policy Review" 2003, vol. 9, no. 1, s. 51-64.
- Hwang J.H., *Whose private benefits of control – owners or managers?* unpublished working paper, Indiana University, Bloomington, 2004, https://www.fdic.gov/bank/analytical/CFR/2004/sept/CFRCP_2004-03_Hwang.pdf.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate ownership around the world*, "Journal of Finance" 1999, vol. 54, iss. 2, s. 471-517.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Legal determinants of external finance*, "Journal of Finance" 1997, vol. 52, no. 3, s. 1131-1150.
- Lauterbach B., Barak R., *Estimating the private benefits of control from block trades: Methodology and evidence*, EFA 2007, Ljubljana Meetings Paper, January 2007, <http://ssrn.com/abstract=965668>.
- Massari M., Monge V., Zanetti L., *Control premium in legally constrained markets for corporate control: The Italian Case (1993-2003)*, "Journal of Management and Governance" 2006, vol. 10, no. 1, s. 77-110.
- Piński A., *Imperium uprzywilejowanych*, <http://www.wprost.pl/ar/71870/Imperium-uprzywilejowanych/?I=1154>.
- Popławski W., *Własność i kontrola korporacji w Europie Zachodniej w świetle badań ECGI*, pfcg.org.pl.
- Sepe S.M., *Private sale of corporate control: Why the European mandatory bid rule is inefficient*, Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 10-29, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1086321>.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Seria Transformacja Gospodarki nr 110, IBnGR, Gdańsk 2002
- Wajda D., *Problemy związane z uczestnictwem akcjonariuszy mniejszościowych w walnych zgromadzeniach*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 10.

NATURE AND SOURCES OF PRIVATE BENEFITS OF CONTROL – OUTLINE OF THE PROBLEM

Summary: In spite of the fact there are many superficially similar definitions of the private benefits of control in the finance literature, in many cases they are fundamentally different. The main purpose of the paper is the analysis of the definitions and sources and the presentation of the nature of private benefits of control in the context of the typologies proposed by other researchers.