

Katarzyna Byrka-Kita

Uniwersytet Szczeciński

PRZEGLĄD CZYNNIKÓW KSZTAŁTUJĄCYCH POZIOM PREMII Z TYTUŁU KONTROLI

Streszczenie: Wskazanie czynników wpływających na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli pozwoliłoby odpowiedzieć m.in. na pytanie, dlaczego niektóre firmy mają akcjonariuszy dysponujących pakietem kontrolnym i o ile więcej w porównaniu z pakietem mniejszościowym jest wart taki blok akcji. Celem niniejszej pracy jest stworzenie typologii determinant korzyści z tytułu kontroli na podstawie badań przeprowadzonych na innych rynkach kapitałowych.

Słowa kluczowe: prywatne korzyści z tytułu kontroli, premia z tytułu kontroli, *corporate governance*.

1. Wstęp

Pionierskie badania przeprowadzone przez Barclaya i Holdernessa [1991] dowodzą, że gdy przedmiotem transakcji na rynku amerykańskim są duże bloki akcji, 33% członków zarządu jest zastępowana nowymi menadżerami w ciągu roku, a skumulowana dodatkowa stopa zwrotu wynosi średnio 5,6%. Wzrosty cen akcji są wyższe, w przypadku gdy:

- kontrola jest przejmowana przez nowego akcjonariusza,
- zarząd nie przeciwstawia się podejmowanym przez niego decyzjom zmierzającym do zmiany kierunków działań firmy,
- w końcowym efekcie przedsiębiorstwo jest w całości przejmowane przez nabywcę bloku akcji.

Jeżeli właściciele bloków akcji nie mieliby wpływu na poziom przepływów pieniężnych generowanych przez udziałowców mniejszościowych, wspomniane zmiany cen akcji byłoby trudno w logiczny sposób wyjaśnić. Oznacza to również, że istotnymi determinantami wartości firmy nie jest sama koncentracja własności, a umiejętności oraz wiedza i doświadczenie właścicieli znaczących pakietów akcji. Barclay i Holderness [1989] również jako pierwsi podjęli próbę empirycznej weryfikacji twierdzenia, że jeśli wszyscy udziałowcy są wynagradzani wprost proporcjonalnie do ich udziału w strukturze własności (czyli prywatne korzyści z tytułu kontroli nie istnieją), to duże pakiety akcji powinny być sprzedawane po takich samych

cenach, jak w danym momencie są notowane akcje spółki. W konsekwencji dowiedli, że duże pakiety akcji są średnio sprzedawane drożej o 20,4% (mediana: 15,7%) niż pakiety mniejszościowe, które stanowią przedmiot obrotu na giełdzie. Kolejne badania, przeprowadzone przez takich badaczy, jak: Mikkelson i Regassa [1991], Barclay oraz Holderness i Pontiff [1993], Nicodano i Sembenelli [2004], Hwang [2005], Barclay i Holderness oraz Sheehan [2001], Dyck i Zingales [2004], Gregoric i Vespro [2009], Huang i Xu [2009], Massari oraz Monge i Zanetti [2006], Lauterbach i Barak [2007], Trojanowski [2008], Atanasov [2001], potwierdziły hipotezy stawiane przez Barclaya i Holdernessa. Wszystkie z wyżej przytoczonych badań z wyjątkiem pracy Trojanowskiego dotyczą takich rynków, jak: amerykański, włoski, chiński, słoweński, izraelski oraz bułgarski. W warunkach polskich ze względu na brak baz danych, w których tego typu transakcje byłyby odnotowywane, podjęto zaledwie dwie próby kwantyfikacji poziomu prywatnych korzyści z tytułu kontroli. Pierwszą była praca Trojanowskiego [2008], w której przeanalizowano 54 transakcje zawarte w okresie od lipca 1996 do lutego 2000. Natomiast badania przeprowadzone przez Jackowicza i Mielcarza [2009] dotyczą 133 obserwacji i okresu 2002-2008. Niemniej jednak tylko w pierwszej z nich podjęto próbę identyfikacji determinant premii z tytułu kontroli. Wskazanie czynników wpływających na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli pozwoliłoby odpowiedzieć między innymi na pytanie, dlaczego niektóre firmy mają akcjonariuszy dysponujących pakietem kontrolnym i o ile więcej w porównaniu z pakietem mniejszościowym jest wart taki blok akcji. Celem niniejszej pracy jest stworzenie typologii determinant korzyści z tytułu kontroli na podstawie badań przeprowadzonych na innych rynkach kapitałowych.

2. Przegląd dotychczas przeprowadzonych badań

Klasyfikacja czynników wpływających na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli jest niezwykle utrudniona ze względu na różnorodność determinant dotychczas branych pod uwagę w poniżej przytoczonych badaniach. Niekiedy ta sama cecha była badana na podstawie diametralnie różnych mierników. Stąd w tym przypadku można mówić raczej o typologii, która stanowi podział pewnych obiektów na grupy, charakteryzujące się pewną wspólną cechą lub grupą cech – stanowiących pewien typ.

Barclay i Holdernes [1989] czynniki wpływające na poziom premii dzielą w następujący sposób:

- cechy charakterystyczne bloku: wielkość pakietu kontrolnego, udział w bloku innych instrumentów finansowych (np. akcji uprzywilejowanych, obligacji),
- cechy nabywcy: korporacja, nabywca indywidualny,
- cechy spółki przejmowanej: wielkość, ilość gotówki na rachunkach, wartość papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu, poziom zadłużenia, zmienność stóp zwrotu z akcji wyemitowanych przez firmę, problemy finansowe, stopa zwrotu z akcji danej spółki.

Massari, Monge oraz Zanetti [2006] wyróżniają następujące grupy determinant:

- cechy spółki celu: wielkość firmy, dotychczasowe wyniki firmy, dwa rodzaje akcji (zwykłe i uprzywilejowane), skala *stock-pyramiding*, sektor, w którym spółka prowadzi działalność, rodzaj właściciela (państwo, właściciel prywatny),
- cechy spółki przejmującej: sektor, w którym spółka prowadzi działalność, to, czy jest to spółka notowana na giełdzie, czy nie, kraj pochodzenia spółki (zagraniczna, krajowa).

Natomiast Lauterbach i Barak [2007] wyodrębniają trzy kategorie czynników wpływających na poziom konsumpcji prywatnych korzyści z tytułu kontroli:

- strukturę własności: wielkość pakietu kontrolnego, skład grupy kontrolującej firmę, proporcje pomiędzy prawami do głosowania a udziałem w strukturze kapitału własnego, siła przetargowa wewnątrz grupy właścicieli pakietu kontrolnego,
- zewnętrzny monitoring w postaci nadzoru wierzycieli, inwestorów instytucjonalnych, zewnętrznych inwestorów nie należących do grupy dysponującej pakietem kontrolnym oraz członków zarządu, którzy nie zostali powołani przez właścicieli dysponujących pakietem kontrolnym,
- cechy firmy: rozmiar, ryzyko, rentowność.

Albuquerque, Rui i Schroth [2008] w swoich badaniach koncentrują się na dwóch przekrojach determinant:

- cechach spółki celu oraz transakcji: dostęp do gotówki, zadłużenie, wielkość firmy, dochodowość spółki przejmowanej, struktura aktywów,
- cechach spółki przejmującej: dostęp do informacji na temat sposobów pozyskiwania prywatnych korzyści z tytułu kontroli w spółce przejmowanej, status podmiotu przejmującego kontrolę, rodzaj działalności prowadzonej przez spółkę przejmującą (działa w tym samym sektorze, co spółka przejmowana, lub występuje powiązanie pionowe w łańcuchu kreowania wartości), zasobność w gotówkę firmy przejmującej na tle przejmowanej.

Hwang [2005] potencjalne determinanty poziomu premii blokowej dzieli na cechy charakterystyczne bloku, nabywcy i te, które wynikają z tego, czy dana transakcja prowadzi do rzeczywistego transferu kontroli:

- cechy bloku: wielkość nabywanego bloku, dotychczasowe wyniki firmy przejmowanej, wielkość firmy, zadłużenie, sektor, w którym działa spółka przejmowana, struktura aktywów, którymi dysponuje firma,
- cechy nabywcy: tożsamość nabywcy (inwestor indywidualny, korporacja), związki pomiędzy działalnością prowadzoną przez spółkę przejmującą i przejmowaną, rodzaj działalności prowadzonej przez spółkę przejmującą,
- działania o charakterze kontrolnym wdrażane przez właściciela bloku: zmiana przynajmniej jednego członka zarządu w trakcie roku następującego po transakcji.

Weifeng, Zhang, Zhu [2008], badając korzyści z tytułu kontroli, posłużyli się transakcjami dotyczącymi spółek publicznych, ale dokonywanymi na akcjach nie

podlegających obrotowi na zorganizowanym rynku¹, oraz brali pod uwagę determinanty ich poziomu, takie jak:

- skala koncentracji udziałów,
- rozkład sił w strukturze akcjonariatu,
- wpływ właścicieli akcji notowanych na giełdzie (a co za tym idzie inwestorów zorientowanych na funkcję celu w postaci maksymalizacji wartości rynkowej) na właściciela pakietu kontrolnego,
- własność w rękach menadżerów, innymi słowy wpływ menadżerów na alokację zasobów (im większy jest ich udział, tym większe jest prawdopodobieństwo naruszania interesów zewnętrznych udziałowców),
- wielkość firmy,
- poziom zadłużenia,
- stopa wzrostu firmy.

Nicodano, Sembenelli [2004], badając premię z tytułu kontroli na rynku włoskim, wzięli pod uwagę cztery, ich zdaniem kluczowe, zmienne objaśniające:

- wartość netto,
- zadłużenie,
- relację akcji bez prawa głosu do akcji, którym przysługuje prawo głosu,
- właściciele dużych pakietów akcji często również pełnią funkcje członków zarządu i realizują korzyści z tego wynikające, natomiast niezależni członkowie zarządu, reprezentujący zewnętrznych właścicieli, będą zazwyczaj skłonni ograniczać korzyści generowane przez tych pierwszych, w związku z tym indeks siły obliczony dla outsiderów (za pomocą algorytmu opisanego w pracach Gambarellego) powinien być negatywnie skorelowany z poziomem korzyści z tytułu kontroli, a dodatkowo z poziomem zysków przypadających na jedną akcję.

Trojanowski [2008] w swojej analizie premii realizowanych w przypadku transakcji blokowych na rynku polskim wzięł pod uwagę następujące zmienne objaśniające:

- względną siłę przetargową sprzedających i kupujących pakiet akcji mierzoną indeksem Shapleya² – zmiany wartości indeksów Shapleya, z punktu widzenia zarówno kupującego, jak i sprzedającego, mierzą wpływ danej transakcji na siłę strategiczną obydwu stron, natomiast wartość indeksu Shapleya sprzedawcy przed transakcją oraz wartość indeksu Shapleya kupującego po zawarciu transakcji ma za zadanie odzwierciedlić siłę przetargową obydwu stron w procesie negocjacji,

¹ Zgodnie z Notice on Practical Operation Items Relevant to Share Classification chińskie spółki emitują dwa rodzaje akcji: *tradable*, czyli podlegające obrotowi na zorganizowanym rynku Shanghai Stock Exchange (SHSE) lub Shenzhen Stock Exchange (SZSE) – ich właścicielami są inwestorzy indywidualni lub prywatne instytucje, oraz *non-tradable*, czyli takie, które nie podlegają obrotowi na giełdzie, ich zbycie wymaga specjalnej zgody, a właścicielami jest państwo lub osoby prawne.

² Zgodnie z definicją wartość indeksu Shapleya danego inwestora jest równa prawdopodobieństwu, że będzie miał on decydujący głos w losowo stworzonej koalicji inwestorów – w związku z tym jego wartość nie zależy jedynie od wielkości kontrolowanego udziału, ale również od rozkładu wszystkich udziałów.

- dotychczasową dochodowość,
- ryzyko,
- wielkość firmy,
- skalę zadłużenia,
- tożsamość stron transakcji:
 - zaangażowanie państwa w transakcję,
 - udziałowiec strategiczny.

Głównym celem badań Dycka i Zingalesa nie była analiza zmienności poziomu premii w ramach analizowanej próby transakcji, a wahania jej poziomu w 39 krajach, które objęto badaniem. Niemniej jednak badacze wzięli pod uwagę fakt, iż poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli może stanowić konsekwencję systematycznych rozbieżności w sferze zarówno charakterystyk firm, jak i cech zawieranych transakcji, a nie różnic systemowych zachodzących pomiędzy poszczególnymi gospodarkami, i przeprowadzili analizę regresji, w której uwzględnili także zmienne objaśniające mające za zadanie odzwierciedlać:

- cechy firmy (struktura aktywów, branża, w której działa, notowania na innych giełdach, dotychczasowe wyniki finansowe, występowanie innego znaczącego udziałowca, koncentracja własności),
- cechy transakcji (tożsamość sprzedawcy, pochodzenie i rodzaj nabywcy).

Analiza determinant uwzględnionych w przytoczonych badaniach pozwoliła na wyodrębnienie następujących grup zmiennych, objaśniających poziom korzyści prywatnych z tytułu kontroli, których hipotetyczny charakter wpływu na ich wielkość zostanie poniżej omówiony:

- (A) cechy bloku
- (B) rozkład siły przetargowej
- (C) własności firmy przejmowanej
- (D) struktura i koncentracja własności w firmie przejmowanej
- (E) własności podmiotu sprzedającego blok
- (F) własności podmiotu nabywającego blok
- (G) monitoring
- (H) kontekst makroekonomiczny

3. Charakter wpływu wybranych determinant na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli

Ze względu na objętość artykułu poniżej zostaną omówione wybrane kategorie zmiennych objaśniających, te, które najczęściej były poddawane analizie regresji.

Cechy bloku

Większy udział w strukturze własności pozwala właścicielom na wywieranie większego wpływu na działania spółki, chociażby poprzez wybór członków zarządu i generowanie wyższych korzyści z tytułu kontroli kosztem udziałowców mniejszo-

ściowych, a także lepszą ochronę zarówno przed wrogimi przejęciami oraz walkami na pełnomocnictwa (*proxy contest*). Z drugiej zaś strony ich skłonność do niewłaściwej eksploatacji zasobów firmy (w sytuacji gdy prawdopodobieństwo wrogiego przejęcia jest niewielkie) po przekroczeniu progu, który zapewnia kontrolę, pozwalając zdominować zarząd, maleje w miarę wzrostu wielkości posiadanego pakietu akcji, każda bowiem wyłudzona złotówka ich samych kosztuje drożej. W konsekwencji powyżej pewnego poziomu wzrost wielkości udziału daje już niewielki rezultat w postaci wyższych korzyści z tytułu kontroli, a jednocześnie pojawia się ryzyko wystąpienia kosztów związanych z posiadaniem dużego pakietu akcji, takich jak koszty nadzoru lub utrzymywania niezdywersyfikowanego portfela w przypadku właścicieli indywidualnych. W praktyce może to oznaczać, że właściciele znaczących pakietów akcji nie będą zainteresowani przekraczaniem pewnego poziomu w strukturze własności – i jeżeli ten poziom różni się w poszczególnych firmach, może nie występować statystycznie istotny związek pomiędzy wielkością nabywanego pakietu akcji a premią. Badania przeprowadzone przez Barcalaya i Holderness [1989], Dycka i Zingalesa [2004] oraz Hwanga [2005] dowodzą, że zależność pomiędzy wielkością nabywanego bloku i premią istnieje i ma charakter dodatni (aczkolwiek w przypadku badań Hwanga nie jest ona istotna statystycznie). Nabywcy znaczących pakietów akcji płacą wyższą premię, gdy przewidują wyższe korzyści z tytułu kontroli.

Kolejną cechą bloku, która może mieć wpływ na prywatne korzyści z tytułu kontroli, jest sam skład bloku, czyli to, czy przedmiotem transakcji pakietowej razem z akcjami zwykłymi nie były też inne instrumenty finansowe (akcje uprzywilejowane lub obligacje). Nawet w sytuacji gdy poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli pozostaje niezmienny, to koszt utrzymania takiego bloku rośnie, gdy te walory nie są płynne. Poza tym uwzględnienie ich w pakiecie stwarza możliwość sztucznego zaniżania premii generowanej na akcjach zwykłych kosztem zawyżania wartości pozostałych instrumentów. Stąd Barclay i Holderness [1989] założyli ujemny związek pomiędzy premią a uwzględnieniem innych niż akcje zwykłe walorów w pakiecie. Przeprowadzone przez nich badania potwierdziły stawianą hipotezę, niemniej jednak ilość transakcji, które ujęto w próbie jest zbyt niska, aby móc na tej podstawie wnioskować.

Własności firmy przejmowanej

Najczęściej badaną determinantą wśród charakterystyk firmy przejmowanej jest wielkość spółki przejmowanej. Związek pomiędzy prywatnymi korzyściami z tytułu kontroli a wielkością firmy jest niejednoznaczny z ekonomicznego punktu widzenia, co potwierdzają wyniki przytaczanych poniżej badań. Z jednej strony, można się spodziewać, że większe firmy są dokładniej monitorowane przez organy nadzorujące obrót papierami wartościowymi i giełdy bądź też media oraz inwestorów instytucjonalnych, co w konsekwencji daje rezultat w postaci mniejszych możliwości generowania korzyści kosztem rozproszonych inwestorów mniejszościowych. Z drugiej

zaś strony, większe firmy oferują większe możliwości zrealizowania prywatnych korzyści z tytułu kontroli, zwłaszcza wtedy gdy firma jest częścią „piramidy” (*pyramidal group*). Za zmienną reprezentującą wielkość firmy przyjmowane były następujące parametry: przychody całkowite spółki celu, kapitalizacja, wartość księgowa aktywów. Badania przeprowadzone przez Hwanga [2004] na rynku amerykańskim nie dały jednoznacznych rezultatów – zależność okazała się negatywna i nieistotna statystycznie. Również Barclay i Holderness [1989] potwierdzili istnienie negatywnej aczkolwiek nieistotnej statystycznie zależności pomiędzy prywatnymi korzyściami z tytułu kontroli i a wielkością firmy. Także Albuquerque i Schroth [2008] dowodzą, iż w przypadku większych podmiotów nadzór mediów, instytucji oraz inwestorów powoduje zmniejszenie prywatnych korzyści z tytułu kontroli i jest to zależność istotna statystycznie. Podobnie na rynku izraelskim Lauterbach i Barak [2007], polskim Trojanowski [2008], a na włoskim Massari, Monge i Zanetti [2006] potwierdzili istnienie negatywnej i istotnej statystycznie zależności pomiędzy wielkością spółki a prywatnymi korzyściami z tytułu kontroli w okresie 1993-2005. Z kolei Nicodano i Sembenelli [2004] w badaniach przeprowadzonych dla okresu 1987-1992 dowodzą, iż prywatne korzyści z tytułu kontroli na rynku włoskim rosły wraz wartością netto spółek. Również w przypadku rynku chińskiego wielkość firmy wpływała pozytywnie na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli [Weifeng, Zhaoguo, Zhu 2008].

Równie często badaną i niejednoznaczną zmienną jest poziom zadłużenia. Jensen [1986], dowodząc negatywnej zależności pomiędzy długiem a pozyskiwaniem prywatnych korzyści z tytułu kontroli, uważa, że dług ogranicza menadżerom dostęp do wolnych przepływów gotówki, ponieważ z jednej strony dyscyplinuje i motywuje zarządzających, a z drugiej strony pożyczkodawcy, gromadząc i analizując informacje na temat działalności pożyczkobiorcy skutecznie przeciwstawiają się działaniom zmniejszającym poziom wolnych przepływów gotówki kosztem pozostałych interesariuszy.

Stulz [1988] reprezentuje dokładnie przeciwny pogląd, argumentując, że dzięki długowi menedżerowie mogą zwiększać efektywną kontrolę nad aktywami przedsiębiorstwa. Jego zadaniem menedżerowie ograniczają ryzyko utraty pracy i dostępu do prywatnych korzyści z tytułu kontroli, utrzymując znaczące pakiety akcji, dzięki którym mogą skutecznie blokować wrogie przejęcia. Ograniczeniem tego typu strategii są osobiste możliwości finansowe zarządzających, a rozwiązaniem tego problemu (przynajmniej do pewnego stopnia) pozwalającym na zwiększanie efektywnej kontroli nad grupą aktywów o określonej wartości może być podnoszenie stopnia zadłużenia. Przyjmując tego typu argumentację, należy założyć istnienie pozytywnej zależności pomiędzy poziomem prywatnych korzyści z tytułu kontroli i wielkością zadłużenia. Wyniki badań przeprowadzonych przez Barclaya i Holdernessa [1989] oraz Hwanga [2005] nie pozwoliły na potwierdzenie hipotezy dotyczącej związku pomiędzy dźwignią a skalą prywatnych korzyści z tytułu kontroli. Natomiast zmienna stanowiąca iloczyn poziomu zadłużenia i tożsamości nabywcy (war-

tość księgowa długu do wartości księgowej aktywów razy zmienna fikcyjna opisująca rodzaj nabywcy) jest istotna statystycznie i dodatnia. Co oznacza, że indywidualni nabywcy dysponujący ograniczonymi zasobami finansowymi mogą dysponować tym większą kontrolą nad aktywami spółki, w im większym stopniu firma jest finansowana długiem. W przypadku badań innych autorów (Lauterbach i Barak [2007], Albuquerque i Schroth [2008], Weifeng, Zhaoguo oraz Zhu [2008]) zależność pomiędzy poziomem zadłużenia jest ujemna i istotna statystycznie – co oznacza, że pożyczkodawcy, kontrolując działania właścicieli pakietów kontrolnych, ograniczają konsumpcję prywatnych korzyści z tytułu kontroli. Również w przypadku rynku polskiego zależność pomiędzy zadłużeniem a korzyściami z tytułu kontroli jest ujemna i w niektórych z testowanych przez Trojanowskiego modelach istotna statystycznie [Trojanowski, 2008]. Nicodano i Sembenelli [2004] wskazują na istnienie dodatniej i istotnej statystycznie zależności pomiędzy długiem a prywatnymi korzyściami z tytułu kontroli, aczkolwiek wartość tej zmiennej jest tak niewielka, iż jej wpływ należałoby uznać za znikomy. Niejednoznaczna natura przytoczonych wyników stanowi najprawdopodobniej konsekwencję dwoistej natury długu w tym kontekście – z jednej strony zwiększania zadłużenia pozwala na powiększanie wartości aktywów bez utraty kontroli, a z drugiej – zadłużenie ogranicza możliwość swobodnej alokacji aktywów.

Kolejnym czynnikiem, który powinien mieć duże znacznie znaczenie z punktu widzenia generowania prywatnych korzyści z tytułu kontroli, jest struktura aktywów, a dokładnie poziom gotówki i papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu oraz udział wartości niematerialnych i prawnych w środkach trwałych. Ponieważ wyższy poziom gotówki umożliwia właścicielowi bloku kontrolnego realizację projektów inwestycyjnych oraz ułatwia wypłacanie wysokich wynagrodzeń i finansowanie różnego rodzaju dodatkowych świadczeń, prywatne korzyści z tytułu kontroli powinny rosnać wraz z poziomem gotówki. W przypadku badań przeprowadzonych przez Barclaya i Holdernessa [1989] zależność pomiędzy gotówką a prywatnymi korzyściami z tytułu kontroli dla próby jako całości okazała się nieistotna statystycznie. Natomiast zmienna stanowiąca iloczyn poziomu gotówki i tożsamości nabywcy jest istotna statystycznie i dodatnia, co dowodzi, że indywidualni inwestorzy dostrzegają korzyści płynące z posiadania aktywów, które charakteryzują się znaczącą płynnością. Także Albuquerque i Schroth [2008] zauważyli, że poziom gotówki ma dodatni i istotny statystycznie wpływ na wielkość prywatnych korzyści z tytułu kontroli. Na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli może również oddziaływać udział wartości niematerialnych i prawnych w aktywach ogółem. Wynika to z faktu, że im większy jest udział środków trwałych, tym trudniej jest zarządzającym i właścicielom pakietów kontrolnych przekierowywać zasoby, są one bowiem przypisane do danego podmiotu i łatwo je obserwować. Dowody na prawdziwość powyższej hipotezy postawionej przez Himmelberga, Hubbarda i Palia [2000] znaleźli Albuquerque i Schroth [2008], Dyck i Zingales [2004] oraz Hwang [2005].

Równie istotną determinantą okazuje się być ryzyko mierzone zmiennością stóp zwrotu z akcji. Wpływ tej zmiennej powinien być uzależniony od tego, kto jest nabywcą – korporacja czy też inwestor indywidualny. W przypadku inwestora indywidualnego zakup dużego pakietu akcji może doprowadzić do obniżenia poziomu dywersyfikacji ryzyka portfela. W konsekwencji nabywcy charakteryzujący się wysoką awersją do ryzyka będą chcieli zapłacić mniej za pakiet, *ceteris paribus*, w miarę wzrostu zmienności stóp zwrotu. Z kolei korporacje (charakteryzujące się rozdrobnionym akcjonariatem) jako nabywcy nie oczekują dodatkowego wynagrodzenia w postaci premii z tytułu kontroli w zamian za zwiększenie ryzyka niesystematycznego, ponieważ ich właściciele dywersyfikują ryzyko poprzez rynki kapitałowe [Barclay, Holderness 1989]. Badania, które przeprowadzili Barclay i Holderness [1989], a także Massari, Monge, Zanetti [2006], nie potwierdziły stawianej przez nich tezy dotyczącej wpływu ryzyka na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli – odchylenie standardowe stóp zwrotu jako zmienna objaśniająca w przypadku analizy regresji całej próby okazało się nieistotne statystycznie. Natomiast zaproponowana przez Barclaya i Holdernessa zmienna, stanowiąca iloczyn dziennego odchylenia standardowego stopy zwrotu z akcji zwykłych i sztucznego parametru opisującego rodzaj nabywcy, jest istotna statystycznie i ujemna, co dowodzi, że rzeczywiście indywidualni inwestorzy (zazwyczaj charakteryzujący się ograniczonym dostępem do zasobów finansowych), nabywając duży pakiet akcji, zmieniają strukturę swojego portfolio, co daje rezultat w postaci zwiększonego odchylenia standardowego stóp zwrotu z portfela jako całości i podnosi koszt utrzymywania takiego bloku, co automatycznie prowadzi do obniżenia ceny, jaką tego typu nabywcy są skłonni zapłacić za pakiet. Według Lauterbacha i Baraka [2007] w przypadku firm charakteryzujących się wysoką zmiennością właściciele pakietów kontrolnych mogą ograniczać realizację prywatnych korzyści z tytułu kontroli w obawie przed destabilizacją firmy, niemniej jednak w ich badaniach omawiana zależność okazała się nieistotna statystycznie. Natomiast w przypadku polskiego rynku kapitałowego ryzyko ma istotny statystycznie i dodatni wpływ na poziom prywatnych korzyści z tytułu kontroli [Trojanowski 2008]. Innymi słowy, w Polsce w przeciwieństwie do rynku amerykańskiego premia z tytułu kontroli rośnie wraz z ryzykiem.

4. Podsumowanie

We współczesnej literaturze dotyczącej nadzoru korporacyjnego coraz więcej uwagi poświęca się konfliktowi interesów pomiędzy udziałowcami większościowymi i mniejszościowymi. Korzyści generowane przez właścicieli pakietów kontrolnych mogą przyjąć postać zarówno pieniężną (tzw. tunelowanie), jak i niepieniężną. Skala tych profitów jest na tyle znacząca, że znajduje odzwierciedlenie w cenach płaconych za akcje w transakcjach pakietowych, na skutek zawarcia których dochodzi do zmiany podmiotu kontrolującego spółkę. Innymi słowy, nabywca płaci premię powyżej ceny rynkowej akcji, tym samym kompensując sprzedawcy utratę prywatnych

korzyści z tytułu kontroli. W konsekwencji premia z tytułu kontroli i czynniki wpływające na jej poziom powinny być przedmiotem badań empirycznych i rozważań teoretycznych. Brak wiarygodnych informacji dotyczących jej występowania oraz skali stwarza problemy nie tylko w odniesieniu do oceny stopnia ochrony udziałowców mniejszościowych i jakości systemu nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) obowiązujących w kraju, ale również w odniesieniu do kwestii praktycznych, obejmujących szacowanie godziwej wartości rynkowej udziałów większościowych w bilansach spółek matek, zgodnie z wymaganiami Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IAS). W polskich warunkach przeprowadzenie takich badań jest szczególnie trudne ze względu na brak odpowiednich baz danych z jednej strony, a z drugiej – z powodu ustawowego obowiązku ogłaszania wezwania do sprzedaży w przypadku przekroczenia określonych progów w strukturze własności kapitału własnego oraz czterokrotnie zmienianych uregulowań prawnych w tym zakresie.

Literatura

- Albuquerque R.A., Schroth E.J., *The determinants of the block premium and of private benefits of control*, ECGI – Finance Working Paper No. 202/2008; Swiss Finance Institute Research Paper No. 08-21, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1099901>.
- Atanasov V., *Valuation of large blocks of shares and the private benefits of control*, unpublished working paper, Pennsylvania State University, 2001, http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002Conference/Atanasov_valueofblocks.pdf.
- Barclay M., Holderness C., *Negotiated block trades and corporate control*, "Journal of Finance" 1991, no. 25, s. 861-878.
- Barclay M., Holderness C., *Private benefits from control of public corporations*, "Journal of Financial Economics" 1989, no. 25, s. 371-395.
- Barclay, M.J., Holderness C.G., Pontiff J., *Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds*, "Journal of Financial Economics" 1993, no. 33, s. 263-91.
- Barclay M.J., Holderness C.G., Sheehan D.P., *The block pricing puzzle*, Simon School of Business Working Paper No. FR 01-05, 2001, <http://ssrn.com/abstract=265712> or doi:10.2139/ssrn.265712.
- Dyck A., Zingales L., *Private benefits of control: An international comparison*, NBER Working Paper No. W8711, 2002, <http://ssrn.com/abstract=297337>.
- Dyck A., Zingales L., *Private benefits of control: An international comparison*, "The Journal of Finance" 2004, vol. 59, no. 2, s. 537-600.
- Gregoric A., Vespro C., *Block trades and the benefits of control in Slovenia*, "Economics of Transition" 2009, vol. 17, issue 1, s. 175-210.
- Himmelberg C.P., Hubbard R.G., Palia D., *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, NBER Working Paper Series, 2000, <http://ssrn.com/abstract=203150>.
- Holderness C.G., Sheehan D.P., *The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis*, "Journal of Financial Economics" 1988, vol. 20, issue 1-2, s. 317-346.
- Huang Z., Xu X., *Marketability, Control and the Pricing of Block Shares*, "Journal of Banking & Finance" 2009, vol. 33, issue 1, s. 88-97.
- 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.

- Jackowicz K., Mielcarz P., *Premie w transakcjach blokowych w Polsce w latach 2002-2008*, Zeszyty Naukowe nr 549, Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.
- Jensen M.C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, "American Economic Review" 1986, vol. 76, no. 2, <http://ssrn.com/abstract=99580> or doi:10.2139/ssrn.99580.
- Lauterbach B., Barak R., *Estimating the private benefits of control from block trades: Methodology and evidence*, EFA 2007, Ljubljana Meetings Paper, 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.
- Mikkelsen W., Regassa H., *Premiums Paid in Block Transactions*, "Managerial and Decision Economics" 1991, vol. 12.
- Nicodano G., Sembenelli A., *Private benefits, block transaction premiums and ownership structure*, "International Review of Financial Analysis" 2004, vol. 13, no. 2, s. 227-244.
- Shleifer A., Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, "Journal of Finance" 1997, vol. 52, no. 2, s. 737-783.
- Trojanowski G., *Equity block transfers in transition economies: evidence from Poland*, "Economic Systems" 2008, vol. 32, issue 3, s. 217-238.
- Weifeng H., Zhaoguo Z., Zhu S., *Ownership structure and the private benefits of control: An analysis of Chinese firms*, "Corporate Governance" 2008, vol. 8, issue 3, s. 286-298.

PRIVATE BENEFITS OF CONTROL – SURVEY OF DETERMINANTS

Summary: Indicating factors influencing the level of private benefits of control would help in answering the question why some companies have shareholders who own significant blocks of shares and how much more is it worth in comparison to the minority blocks of shares. The main purpose of the paper is the analysis of the potential determinants and presenting the typology of factors influencing the level of private benefits of control.