

Piotr Urbanek

Uniwersytet Łódzki

ZMIANY STRUKTUR WŁASNOŚCIOWO-KONTROLNYCH W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO

1. Wstęp

Obraz koncentracji własności w największych korporacjach, uzyskany na podstawie badań prowadzonych w wielu krajach, był podstawą do sformułowania tezy o występowaniu dwóch typów struktur własnościowo-kontrolnych: systemu otwartego (outsiderskiego) i systemu zamkniętego (insiderskiego). Ten pierwszy charakteryzuje rozproszona własność i jest typowy dla takich krajów, jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Drugi oznacza własność skoncentrowaną i występuje m.in. w krajach Europy kontynentalnej. W systemie otwartym kontrola nad działalnością korporacji jest prowadzona przede wszystkim za pomocą mechanizmu zewnętrznego, który ma charakter rynkowy. Najważniejszą rolę odgrywa rynek kapitałowy, który działa poprzez mechanizm przejęć i fuzji. W systemie zamkniętym kluczowy jest wewnętrzny mechanizm kontroli działający przez instytucje nadzoru, którymi są rady spółek. Czynnikiem skłaniającym do przyjmowania aktywnych postaw w procesie nadzoru nad działalnością spółki jest posiadanie kontrolnego pakietu akcji.

Wyniki badań prowadzonych w Polsce jednoznacznie wykazują, iż polski model nadzoru nad działalnością spółek zalicza się do systemów zamkniętych, cechujących się silną koncentracją własności i kontroli w rękach jednego akcjonariusza lub kilku akcjonariuszy. To zaś może wskazywać na ograniczone znaczenie rynkowych mechanizmów nadzoru nad działalnością spółek. W ostatnich kilkunastu miesiącach obserwujemy bezprecedensowe zjawiska kryzysowe w gospodarce światowej, początkowo na rynkach finansowych, ale wkrótce również w sferze realnej. Skutki są coraz bardziej odczuwalne także w polskiej gospodarce. Jednym z ich przejawów jest drastyczny spadek indeksów giełdowych spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Bardzo niska wycena rynkowa akcji staje się okazją do uaktywnienia się mechanizmów fuzji i przejęć, charakterystycznych dla otwartego modelu kontroli nad korporacją. W artykule zostanie dokonana ocena skutków tego zjawiska na przykładzie polskich spółek publicznych. Analizie poddano strukturę

kontroli i własności spółek giełdowych dla dwóch okresów, roku 2006, który charakteryzowała hossa na rynku kapitałowym, i roku 2008, okresu bezprecedensowej bessy. Porównane zostały wskaźniki koncentracji własności i kontroli dla całej populacji spółek publicznych oraz z podziałem na typ inwestora dominującego.

2. Rynek kapitałowy jako zewnętrzny mechanizm nadzoru nad działalnością spółek

W systemie otwartym kontrola nad korporacjami jest prowadzona przede wszystkim za pomocą mechanizmu zewnętrznego, który ma charakter rynkowy. Najważniejszą rolę wśród instytucji rynkowych odgrywa rynek kapitałowy, poprzez mechanizm przejęć i fuzji. Groźba wrogiego przejęcia stanowi instrument dyscyplinujący działania menedżerów w celu takiego zarządzania spółką, które będzie zgodne z oczekiwaniami akcjonariuszy. Fundamentalną przesłanką decydującą o funkcjonowaniu tego mechanizmu jest występowanie silnej dodatniej korelacji między efektywnością zarządzania spółkami a rynkową wyceną ich wartości. Ceny akcji są miernikiem potencjalnych przyszłych korzyści, jakie mogą przynieść akcjonariuszom aktywa zgromadzone w spółce. Jeżeli rynkowa wycena akcji jest niższa od tej, która mogłaby wystąpić w sytuacji, kiedy spółka byłaby bardziej efektywnie zarządzana, stanowi to wystarczający motyw do podjęcia próby przejęcia kontroli nad tymi aktywami¹. W tym kontekście zmiany własnościowe powinny prowadzić do takiej alokacji zasobów, która umożliwi ich najbardziej efektywne wykorzystanie. Jest to zatem metoda wywierania presji na korporacjach nierealizujących nadrzędnego celu, jakim jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. Jeżeli dochodzi do wrogiego przejęcia, dotychczasowe kierownictwo jest w większości przypadków zastępowane nowym, takim, które potrafi właściwie wykorzystać potencjał firmy². Groźba zastąpienia stanowi dla menedżerów bardzo silną motywację.

Istnieje wiele metod umożliwiających przejęcie kontroli nad spółką. Najważniejsze z nich to uzyskanie pełnomocnictwa od obecnych akcjonariuszy, bezpośredni wykup kontrolnego pakietu akcji oraz fuzja. Zaletą pierwszego z tych instrumentów mogą być niskie koszty ze względu na brak konieczności kapitałowego zaangażowania. Walka o pełnomocnictwa ma także wady. Zyski kapitałowe związane z taką formą przejęcia kontroli są niewielkie ze względu na konieczność dzielenia się

¹ H.M. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1965 vol. 73, Issue 2.

² R.A. Walking, M.S. Long, *Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance*, „The Rand Journal of Economics” 1984 no 1; J. Krug, R. Aguilera, *Top Management Team Turnover in Merges and Acquisitions*, „Advances in Merges and Acquisitions” 2005 no 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. XXIII, no 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, no 6.

nimi z innymi akcjonariuszami. Procedury pozyskiwania pełnomocnictw są żmudne i długotrwałe. Nie ma pewności co do trwałości stanowisk pozostałych akcjonariuszy. Generuje to również koszty wynikające z konieczności utrzymywania kontaktów z licznymi akcjonariuszami. Bezpośredni zakup akcji może przyjmować różne formy. W przypadku spółek publicznych może to polegać na stopniowym wykupie akcji na rynku kapitałowym. Przekroczenie określonego progu udziału w kapitale właścicielskim wymaga ujawnienia. Kolejną formą jest wykup kontrolnego pakietu od akcjonariusza dominującego. Wreszcie można skierować ofertę wykupu akcji bezpośrednio do obecnych akcjonariuszy. Cena takiej oferty zazwyczaj przewyższa bieżącą cenę rynkową akcji. Różnica stanowi premię za przejęcie kontroli, rekompensującą obecnym posiadaczom kontrolnego pakietu akcji straty wynikające z utraty wpływu na spółkę.

Dyscyplinujące działanie rynku kontroli nad korporacjami może być osłabione przez zastosowanie mechanizmów obronnych, które mogą zmniejszyć ryzyko wrogiego przejęcia. Mechanizmy te mogą być klasyfikowane za pomocą różnych kryteriów. Ze względu na okres zastosowania mechanizmu wyróżniamy mechanizmy prewencyjne (asekuracyjne), poprzedzające próbę przejęcia, i aktywne, stosowane już po złożeniu oferty. Biorąc pod uwagę ich skutki majątkowe i finansowe, można je podzielić na mechanizmy operatywne i nieoperatywne. Te pierwsze oznaczają działania zmieniające strukturę aktywów i źródeł finansowania korporacji, drugie nie pociągają za sobą skutków finansowo-majątkowych³. Dodatkowo należy uwzględnić, czy wybór danego mechanizmu obronnego wymaga akceptacji ze strony akcjonariuszy. Do najczęściej stosowanych w praktyce prewencyjnych mechanizmów obronnych zalicza się: pogorszenie kondycji finansowej spółki, „trujące pigułki”, zapisy statutowe dotyczące: kwalifikowanej większości, podzielonej rady spółki, dwuklasowej rekapitalizacji, wymagania właściwej ceny⁴. Metody aktywne to m.in.: restrukturyzacja aktywów i kapitału, „biały rycearz”, celowy odkup akcji, działania prawne i polityczne⁵. Podstawowym problemem, który pojawia się przy stosowaniu tego rodzaju praktyk, jest ich wpływ na dobrobyt akcjonariuszy. Większość badań prowadzonych na ten temat wskazuje jednoznacznie na ich negatywne skutki⁶.

Skuteczność działania mechanizmu fuzji i przejęć jest determinowana niskim stopniem koncentracji własności, a także poziomem rozwoju rynku kapitałowego,

³ J.P. Walsh, J.K. Seward, *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms*, „Academy of Management Review” 1993 no 3.

⁴ W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 1998, s. 81; G. Davies, *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Incorporate Network*, „Administrative Science Quarterly” 1991, December, vol. 36.

⁵ A. Shleifer, R. Vishny, *Greenmail, white knights and shareholder' interests*, „Rand Journal of Economics” 1986 vol.17, no 3.

⁶ P. O'Sullivan, *Governance by Exit: An Analysis of the Market for Corporate Control*, [w:] K. Keasey, S. Thompson, M. Wright, *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press, 1997, s. 126-131.

w tym wskaźnikiem kapitalizacji giełdy, wysoką płynnością obrotu akcjami, mniejszym stopniem uzależnienia ich kursów od trendów występujących na międzynarodowych rynkach kapitałowych. Wymienione wyżej cechy, w tym dywersyfikacja własności, charakteryzują przede wszystkim amerykański i w mniejszym stopniu brytyjski rynek kapitałowy. Najważniejszą przyczyną takiej struktury własności są regulacje rządowe, których celem były względy bezpieczeństwa związane z wymogiem utrzymywania zdywersyfikowanego portfela aktywów przez ważnych uczestników rynku kapitałowego, jakimi są fundusze emerytalne, fundusze powiernicze, towarzystwa ubezpieczeniowe, a także ograniczenie możliwości bezpośredniego angażowania się banków w nadzór nad działalnością spółek⁷. Zgodnie z innymi poglądami koncentracja własności oraz stosowane mechanizmy kontroli są reakcją na niedostateczną ochronę praw inwestorów⁸. W krajach, w których występuje efektywna ochrona praw własności inwestorów mniejszościowych, wysoce rozproszona własność daje inwestorom korzyści wynikające z dywersyfikacji ryzyka⁹. 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.

W innych rozwiniętych systemach gospodarczych, w tym przede wszystkim w krajach Europy kontynentalnej, normą jest zdecydowanie większa koncentracja własności i kontroli.

W ok. 80% dużych niemieckich i francuskich korporacji występuje akcjonariusz dominujący, inny niż bank, posiadający więcej niż 25% akcji. W mniejszych firmach większościowa kontrola jest sprawowana przez rodziny, często przy wykorzystaniu piramid własnościowych (krzyżowej własności akcji). Dominujący inwestor ma zarówno możliwości, jak i motywacje 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. Rola inwestorów dominujących wynika również z braku znaczącej własności w posiadaniu pozostałych inwestorów. Stopień koncentracji kontroli oscyluje wokół krytycznego poziomu, który zapewnia osiągnięcie znacznych korzyści. Mechanizmy kontrolne rynku kapitałowego w warunkach wysokiej koncentracji własności mają ograniczone znaczenie. Nakłada się na to niższa

⁷ 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.

⁸ R.F. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997 no 52, s. 1131-1150.

⁹ 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. 519-520.

płynność i kapitalizacja rynków kapitałowych oraz niewielkie znaczenie tych rynków w procesie pozyskiwania źródeł finansowania¹⁰.

3. Mechanizm fuzji i przejęć w warunkach kryzysu gospodarczego

Fuzje i przejęcia są jedną ze strategii osiągnięcia przewag konkurencyjnych i rozwoju korporacji. Nadrzędnym kryterium, które powinno decydować o wyborze takiej metody ekspansji, jest wzrost wartości dla akcjonariuszy. W praktyce mniej niż połowa transakcji prowadzi do kreacji wartości. Skutki transakcji inaczej się rozkładają z punktu widzenia różnych zainteresowanych stron. Zależą również od kondycji gospodarki narodowej. Dane historyczne wskazują, iż prawdopodobieństwo sukcesu rośnie wtedy, kiedy do transakcji dochodzi w fazach spadkowych cyklu koniunkturalnego. Jest to szczególnie widoczne przy ocenie długookresowych skutków przejęcia, które pojawiają się najczęściej wtedy, kiedy następuje odwrócenie trendów makroekonomicznych.

Wyjaśnienie tego zjawiska wymaga określenia warunków, które decydują o prawidłowym wyborze. W okresach kryzysu gospodarczego zasadnicze znaczenie ma identyfikacja celu przejęcia, którego niewykorzystany potencjał stwarza możliwości osiągnięcia wysokich przyszłych korzyści. Są to przede wszystkim spółki o ugruntowanej pozycji rynkowej i marce, mające znaczny odsetek stałych klientów, posiadające rezerwy proste. Ważne jest, żeby taka transakcja, szczególnie jeżeli jest finansowana środkami zewnętrznymi, nie pogorszyła standingu finansowego firmy przejmującej. Duży wpływ ma sytuacja finansowa i majątkowa firmy przejmowanej, w tym przede wszystkim niski poziom zadłużenia. Istotna jest również relatywna skala transakcji wyrażona relacją wielkości każdej ze stron. Im większe są rozmiary przejmowanej spółki, tym trudniejszy jest proces późniejszej integracji działalności operacyjnej dwóch podmiotów. Przekłada się to na niższe wskaźniki zwrotu. Przejęcie kontroli nad spółką od obecnych akcjonariuszy wymaga wypłacenia im stosownej premii. Wysokość tej premii ma istotny wpływ na koszty przejęcia, co powoduje naturalne dążenie do jej minimalizacji. Zarazem może ona stanowić pozytywny sygnał kierowany do rynku kapitałowego, mówiący o tym, iż nowy inwestor dominujący bardzo wysoko ocenia cel przejęcia.

Na przełomie września i listopada 2008 r. Boston Consulting Group przeprowadził badania ankietowe na próbie 164 europejskich spółek publicznych na temat wpływu kryzysu ekonomicznego na plany spółek związane z fuzjami i przejęciami¹¹. Większość ankietowanych spółek nie zmieniła swoich planów w obliczu kryzysu, a 22% spółek deklaruje zwiększenie skali planowanych transakcji, pomimo ogra-

¹⁰ W Niemczech kapitalizacja giełdy nie przekracza 60%, w Polsce 57%. Dla porównania w USA jest to ponad 90%, w Wielkiej Brytanii 130% (dane dla roku 2007).

¹¹ A. Kronimus, A. Roos, D. Stelter, *M&A: Down but Not Out. A Survey of European Companies' Merge and Acquisition Plans for 2009*, The Boston Consulting Group, 2008.

niczeń z dostępem do zasobów finansowych wynikających z sytuacji panującej na rynkach kapitałowych. W 27% spółek plany zostały zrewidowane w dół. Dotyczy to przede wszystkim dwóch sektorów: bankowości i budownictwa. Prawie jedna trzecia spółek planuje w ciągu najbliższych 12 miesięcy zrealizować transakcję przejęcia, z tego w więcej niż 20% przypadkach będzie to duża transakcja. Ponad 40% respondentów uważa, że w nadchodzącym roku dojdzie do spektakularnych przejęć, które zapewnią uczestnikom długookresową dominację w sektorze, a nawet wyznaczą nowe kierunki ekspansji sektorów. Wyniki te jednoznacznie wskazują, że planowana na rok 2009 aktywność spółek związana z transakcjami fuzji i przejęć nie ulegnie istotnemu zahamowaniu mimo zdecydowanie niekorzystnych warunków makroekonomicznych.

4. Własność i kontrola w polskich korporacjach w warunkach kryzysu gospodarczego

Bezprecedensowe zjawiska kryzysowe stawiają spółki giełdowe, inwestorów, zarządy i rady spółek przed zupełnie nowymi wyzwaniami. Podstawową kwestią, która wymaga dogłębnych badań, jest stwierdzenie, czy ta swoista fala destrukcji, jakiej doświadcza obecnie światowa i polska gospodarka, niesie ze sobą kreację nowych wartości, które mogą przybrać postać m.in. bardziej efektywnych mechanizmów nadzoru nad działalnością spółek. Słabością polskiego mechanizmu nadzoru jest petryfikacja struktur własnościowych, typowa dla zamkniętego modelu kontroli nad korporacją. Wysoki poziom koncentracji własności i kontroli polskich korporacji stwarza zagrożenie w postaci nieefektywnej eksploatacji spółek przez inwestorów dominujących. Jednym z najważniejszych problemów, jakie to rodzi, jest stworzenie mechanizmów zabezpieczających interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Od roku 2008 można zaobserwować na polskim rynku kapitałowym przykłady przejęć, których skala z pewnością wzrośnie w kolejnych latach. Bardzo niska wycena akcji staje się okazją do uaktywnienia się mechanizmów, charakterystycznych dla otwartego modelu kontroli nad korporacją. Aktywizacja rynkowych mechanizmów kontroli rodzi pytanie o to, czy staną się one skutecznym, komplementarnym w stosunku do mechanizmu wewnętrznego, narzędziem zwiększania efektywności systemu nadzoru nad działalnością spółek.

W artykule dokonano oceny skutków tego zjawiska na przykładzie polskich spółek publicznych. Analizie została poddana struktura własności i kontroli spółek giełdowych dla dwóch okresów, roku 2006, który charakteryzowała hossa na rynku kapitałowym, i początku roku 2009, okresu bezprecedensowej bessy¹². Dla potrzeb niniejszego opracowania informacje na temat struktury akcjonariatu spółek publicznych uzyskane zostały z Bazy Danych Serwisu Notoria oraz z portalu Bankier.pl.

¹² W pierwszym okresie – na koniec roku 2006, indeks WIG osiągnął poziom 52 000 pkt, WIG20 – 3500 pkt, w marcu 2009 r. wartości indeksów wynosiły odpowiednio: 22 000 pkt i 1400 pkt.

Bazy te zawierają informacje na temat liczby i udziału akcji, liczby i udziału głosów dla największych akcjonariuszy, a także informacje o akcjach i głosach w posiadaniu osób zarządzających spółką i ją nadzorujących. Badana próba liczyła 204 spółki dla roku 2006 i 350 spółek dla roku 2009.

Analiza akcjonariatu polskich spółek publicznych pokazuje, iż występuje dla nich wysoka koncentracja własności i kontroli (tab. 1). W roku 2006 tylko w 13 spółkach nie występował akcjonariusz posiadający więcej niż 10% akcji i głosów. W roku 2009 takich przypadków jest 19. W roku 2006 w 72 spółkach (36,2%) największy akcjonariusz posiadał więcej niż 50% akcji, w 80 spółkach (40,2%) więcej niż 50% głosów. W kolejnym okresie wielkości te wynoszą odpowiednio: w 129 spółkach (36,8%) największy akcjonariusz posiadał więcej niż 50% akcji, w 142 spółkach (40,5%) więcej niż 50% głosów. W roku 2006 mediana udziału we własności dla dominującego akcjonariusza wynosiła 38,3%, w roku 2009 – 36,7%. Stopień koncentracji rośnie w przypadku udziału w kontroli. Mediana jest równa 40%. Równie stabilna sytuacja, jeśli chodzi o wskaźniki koncentracji własności i kontroli, występuje dla posiadaczy drugiego i trzeciego pakietu akcji. Jest to sytuacja typowa dla zamkniętego systemu kontroli nad korporacją.

Tabela 1. Koncentracja własności i kontroli dla 3 największych akcjonariuszy

	2006						2009						
	1. największy		2. największy		3. największy		1. największy		2. największy		3. największy		
	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	
Średnia	40,0	42,1	10,1	10,6	4,4	4,5	40,5	42,1	11,2	11,7	5,2	5,2	
Mediana	38,3	41,6	9,4	9,6	5,0	5,0	36,7	40,0	10,0	9,9	5,3	5,2	
Percentyle	25	20,9	22,0	5,1	5,2	0	0	22,2	22,3	5,1	5,2	0,0	0,0
	75	54,8	58,4	13,7	14,6	7,5	7,5	59,0	61,2	16,2	16,5	8,8	8,8

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane rezultaty nie różnią się istotnie od rezultatów badań prowadzonych przez kilka zespołów badawczych w latach 2000-2006¹³. Niewielkie różnice w rezultatach mogą być spowodowane różnym doborem spółek, natomiast z każdego

¹³ P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Komitet Badań Naukowych (5H02C 013 20), Gdańsk 2002; 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*, Komitet Badań Naukowych (1H02C 013 26), 2005; S. Rudolf, P. Urbanek, *Wpływ struktury własności na efektywność nadzoru korporacyjnego*, Komitet Badań Naukowych (0250/H02/2005/28), 2007.

badania wyłania się obraz wysoce skoncentrowanej własności i kontroli, a także zjawisko oddzielenia własności od kontroli¹⁴.

Istotnym aspektem omawianych zjawisk jest rozkład własności i kontroli z uwzględnieniem rodzaju inwestora. Decyduje to m.in. o stosowanych w spółce mechanizmach kontrolno-monitorujących, narzędziach stymulowania efektywnych zachowań, sposobie zarządzania, horyzoncie czasowym podejmowanych decyzji, zasadach alokacji nadwyżki ekonomicznej, reakcji na próbę przejęcia i stosowanych mechanizmach obronnych. Biorąc pod uwagę najczęściej występujące przypadki, wyróżnia się inwestorów instytucjonalnych – finansowych, inwestorów strategicznych – branżowych i inwestorów indywidualnych. W przypadku polskich spółek publicznych występuje jeszcze jeden specyficzny typ inwestora, jakim jest Skarb Państwa. Dla potrzeb naszych badań wyróżniliśmy następujące kategorie inwestorów: indywidualni – członkowie zarządu, indywidualni – członkowie rady nadzorczej, indywidualni – osoby fizyczne niepowiązane ze spółką, zagraniczni branżowi, zagraniczni finansowi, krajowi branżowi, krajowi finansowi, narodowe fundusze inwestycyjne, otwarte fundusze emerytalne, podmioty państwowe; dotyczy to przede wszystkim Skarbu Państwa, ale również jednostek powiązanych z sektorem publicznym (podmioty komunalne, NFOŚNiGW), spółki.

W tabeli 2 przedstawione zostały udziały akcji i głosów dla trzech największych pakietów z podziałem na rodzaj inwestora. Dane te wskazują na występowanie zjawiska oddzielenia własności przede wszystkim w przypadku inwestorów indywidualnych i krajowych branżowych (stopień kontroli większy niż własności) oraz finansowych (mniejszy stopień kontroli niż własności). Skala tego zjawiska jest podobna w obydwu okresach objętych badaniem. Dla wskaźników koncentracji własności i kontroli można zaobserwować kilka istotnych zmian. Po pierwsze w roku 2009 rośnie zakres kontroli sprawowanej przez członków zarządu. Dla pierwszego pakietu akcji mediana wskaźnika koncentracji kontroli rośnie z 36,5 do 40,3%, dla drugiego pakietu z 12,1 do 18,7%, dla trzeciego wzrost jest największy – z 3,7 do 10,2%. Podobna tendencja występuje dla członków rad nadzorczych, chociaż zakres zmian jest nieco mniejszy.

Interesujące rezultaty otrzymano dla inwestorów finansowych. Są oni przede wszystkim „inwestorami” a nie „właścicielami”. Ich zadaniem jest jak najbardziej efektywna alokacja kapitału. W okresach dekoniunktury należałoby oczekiwać ich mniejszego zaangażowania w spółkach publicznych ze względu na masowe zjawisko wycofywania przez inwestorów indywidualnych udziałów w funduszach. Tymczasem inwestorzy zarówno zagraniczni, jak i krajowi, w tym również OFE, wykazują nieznaczny wzrost udziału we własności i kontroli, w tym przede wszystkim dla pierwszego pakietu akcji.

¹⁴ Jednym z narzędzi umożliwiających rozdzielenie kontroli od własności jest zastosowanie akcji uprzywilejowanych. Uprzywilejowanie akcji polega najczęściej na przyznaniu im większych praw w nabywaniu dywidendy i głosowaniu podczas zgromadzeń akcjonariuszy. Należą one przeważnie do założycieli spółki, którzy dzięki zastosowaniu takiego rozwiązania nie tracą kontroli nad spółką. Od 2001 r. maksymalne uprzywilejowanie wynosi 2.

Tabela 2. Koncentracja własności i kontroli według rodzaju inwestora (mediana)

	2006			2009										
	1. największy % akcji	% głosów		3. największy % akcji	% głosów		1. największy % akcji	% głosów		2. największy % akcji	% głosów		3. największy % akcji	% głosów
Członkowie zarządu	33,5	36,5		3,6	3,7		35,7	40,3		16,5	18,7		15,9	10,2
Członkowie rady nadzorczej	34,5	38,9		5,7	8,8		38,7	40,7		15,7	16,6		13,0	9,8
Indywidualni – pozostali	23,5	31,2		6,5	6,5		21,1	21,6		13,0	13,7		14,0	8,2
Zagraniczny branżowy	59,4	59,9		7,4	7,3		58,9	59,1		11,6	12,0		14,0	9,2
Zagraniczny finansowy	23,4	17,8		7,9	7,7		20,0	19,7		9,9	9,9		11,5	8,7
Krajowy branżowy	39,6	48,3		10,7	10,7		43,6	48,6		12,3	12,7		15,1	8,9
Krajowy finansowy	18,5	18,3		6,5	6,0		22,7	20,5		10,6	9,9		9,9	6,9
NFI	28,1	25,0		–	–		38,3	39,7		15,4	16,0		–	–
OFE	10,8	10,8		6,8	6,2		14,5	14,5		8,5	7,6		11,4	7,5
Podmioty państwowe	58,8	58,8		5,0	5,0		51,0	51,0		15,8	15,8		9,9	5,0
Spółki – do umorzenia	18,7	25,6		–	–		27,9	30,1		9,1	9,9		9,8	9,2

Źródło: opracowanie własne.

5. Podsumowanie

W opracowaniu przedstawiono wyniki badania struktury własności i kontroli polskich spółek publicznych w okresie wysokiej koniunktury gospodarczej i w okresie kryzysu. Badania te pokazują, że polski model kontroli nad korporacją charakteryzuje się dużą stabilnością struktur własnościowo-kontrolnych. Zmiany wskaźników koncentracji własności i kontroli są nieistotne i mogą wynikać z różnych prób analizowanych spółek. Stabilność ta występuje również w dłuższym przedziale czasowym, ponieważ podobne rezultaty otrzymały inne zespoły prowadzące badania od roku 2000.

Pewne zmiany można zaobserwować jedynie dla rozkładu tych struktur według typu inwestora dominującego. Rośnie zakres kontroli sprawowanej przez członków zarządu dla trzech największych pakietów akcji. Podobne zjawisko, ale w nieco mniejszej skali, występuje dla członków rad nadzorczych. Interesujące rezultaty otrzymano dla inwestorów finansowych. Inwestorzy zarówno zagraniczni, jak i krajowi, w tym również OFE, wykazują nieznaczny wzrost udziału we własności i kontroli, w tym przede wszystkim dla pierwszego pakietu akcji.

Otrzymany obraz stabilnych struktur własnościowo-kontrolnych nie może być podstawą do odrzucenia tezy o wpływie kryzysu gospodarczego na funkcjonowanie polskiego rynku kontroli nad korporacjami. Pogłębiona analiza tych zjawisk powinna iść w kierunku identyfikacji spółek, w których doszło do wymiany inwestorów dominujących. Szczególnie chodzi tu o ocenę takich zjawisk, jak: typ inwestora przejmującego i tracącego kontrolę nad spółką, reakcje rynku kapitałowego, wielkość przejmowanej spółki, wyniki ekonomiczne przed przejęciem i po przejęciu, zmiany osób zarządzających i nadzorujących, zmiany w strukturze akcjonariatu, stosowane przez spółki mechanizmy obrony. Celem tych badań powinno być uzyskanie odpowiedzi na kilka pytań istotnych z punktu widzenia oceny efektywności funkcjonowania mechanizmu nadzoru korporacyjnego w Polsce. Czy jednym ze skutków kryzysu gospodarczego jest uaktywnienie rynkowego mechanizmu nadzoru nad spółkami, który w normalnych warunkach nie występuje ze względu na specyfikę zamkniętego modelu kontroli nad korporacjami? Jakie spółki są szczególnie narażone na przejęcie, które spółki angażują się w tego rodzaju transakcje? Jaka rolę w analizowanych procesach odgrywają inwestorzy dominujący, zarządy spółek, akcjonariusze mniejszościowi? Czy skutkiem przejęć jest kreacja wartości dla akcjonariuszy spółki przejmującej i przejmowanej, czy też są to transakcje o charakterze spekulacyjnym, nastawione na osiąganie krótkookresowych korzyści? Odpowiedzi na tak postawione pytania mogą być przyczynkiem do dyskusji na temat kierunków ewolucji systemu nadzoru nad działalnością spółek w Polsce.

Literatura

- 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. XXIII, no 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*, Komitet Badań Naukowych 2005 (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, no 6.
- Davies G., *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Incorporate Network*, „Administrative Science Quarterly” 1991, December, vol. 36.
- Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 1998.
- Kronimus A., Roos A., Stelter D., *M&A: Down but Not Out. A Survey of European Companies' Merge and Acquisition Plans for 2009*, The Boston Consulting Group, 2008.
- Krug J., Aguilera R., *Top Management Team Turnover in Merges and Acquisitions*, „Advances in Merges and Acquisitions” 2005 no 4.
- La Porta R.F., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997 no 52.
- Manne H.M., *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1965 vol. 73, Issue 2.
- O'Sullivan P., *Governance by Exit: An Analysis of the Market for Corporate Control*, [w:] K. Keasey, S. Thompson, M. Wright, *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press, 1997.
- Roe M., *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.
- Rudolf S., Urbanek P., *Wpływ struktury własności na efektywność nadzoru korporacyjnego*, Komitet Badań Naukowych (0250/H02/2005/28), 2007.
- Shleifer A., Vishny R., *Greenmail, White Knights and Shareholder' Interests*, „Rand Journal of Economics” 1986 vol.17, no 3.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Komitet Badań Naukowych (5H02C 013 20), Gdańsk 2002.
- Walking R.A., Long M.S., 1984, *Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance*, „The Rand Journal of Economics” no 1.
- Walsh J.P., Seward J.K., *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms*, „Academy of Management Review” 1993 no 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.

CHANGES IN OWNERSHIP AND CONTROL STRUCTURES DURING THE PERIOD OF ECONOMIC CRISIS

Summary

There are two types of corporations ownership and control structures which are termed “insider” and “outsider” systems. In “outsider” system, typical for American and British companies, ownership is dispersed among a large number of small investors. In “insider” system there is one large investor holding a dominant block of shares. Polish public companies operate within insider system of corporate control. Median voting block for first largest shareholder amounts to over 40%. The purpose of the paper is to identify changes in patterns of ownership and control in Polish public companies. The analysis was conducted for two periods: 2006 and the beginning of 2009. The first period was a bull market, during the second period we can observe unprecedented decline in world capital market (also Warsaw Stock Exchange). The hypothesis verified in the paper can be formulated as following: how processes of merges and acquisitions observed on Warsaw Stock Exchange, determined by financial and economic crisis stimulate efficiency of external mechanisms of corporate control, and to what extend such external control mechanisms can support internal mechanisms in the process of creation shareholders wealth.