



Spis treści

Wstęp.....	1
<i>Jarosław Witkowski, Katarzyna Cheba: Zmiany w japońskim systemie zarządzania w warunkach spowolnienia gospodarczego (Changes in the Japanese management system in the conditions of economic slowdown)</i>	3
<i>Maria Aluchna: Wykorzystanie struktur piramidowych przez firmy rodzinne. Perspektywa ładu korporacyjnego (Use of pyramidal structures by family firms. Perspective of corporate governance).....</i>	10
<i>Łukasz Wawrzynek: Sieciowe uwarunkowania rozwijania potencjału innowacyjnego systemu zarządzania (Network conditions in the development of innovation potential of management system)</i>	18
<i>Marek Ćwiklicki: Klasyfikacja modeli zarządzania innowacjami (Classifications of business models innovation)</i>	27
<i>Joanna Kacała, Arkadiusz Wierzbic: Od systemów znormalizowanych do doskonałości biznesowej (From standardized systems to business excellence)</i>	32
<i>Marek Wąsowicz: Zarządzanie portfelem projektów jako przejaw dążenia organizacji do doskonałości (Project portfolio management as a way to achive organizational excellence)</i>	40

Wstęp

Oddajemy w Państwa ręce kolejny numer czasopisma „Management Forum”. Proponujemy – zgodnie z przyjętą koncepcją – zróżnicowaną tematykę, tak aby stworzyć forum wymiany poglądów na temat różnych koncepcji i aspektów zarządzania

W pierwszym artykule zapoznacie się Państwo z japońskim systemem zarządzania przedsiębiorstwami i łańcuchami dostaw w warunkach spowolnienia gospodarczego oraz innych okolicznościach drastycznie zmieniających warunki ich funkcjonowania. Rozważania przedstawione w publikacji podzielone zostały na dwie zasadnicze części. W pierwszej przedstawiono makroekonomiczne i społeczne uwarunkowania, które w istotnym stopniu wpływają na zmiany w japońskim systemie zarządzania po 1989 roku, czyli od zakończenia okresu spektakularnego wzrostu, tzw. ekonomii bańki mydlanej (*bubble economy*). W drugiej części z kolei scharakteryzowano najważniejsze zmiany w japońskim systemie zarządzania, ze szczególnym uwzględnieniem zmian w zarządzaniu zasobami ludzkimi i ryzykiem w łańcuchach dostaw.

Kolejne opracowanie poświęcone jest funkcjonowaniu struktur piramidowych stosowanych przez spółki giełdowe kontrolowane lub cechujące się znacznym udziałem rodziny, bądź w szczególności przypadku założyciela, we własności. Struktury piramidowe wykorzystywane są w tego typu spółkach w celu zwiększenia kontroli przy jednoczesnym obniżeniu zaangażowania kapitałowego. Przedmiotem zainteresowania prowadzonej dyskusji są zatem spółki obecne na rynku kapitałowym, których akcje pozostają w obrocie giełdowym. Artykuł ma charakter teoretyczny i oparty jest na przeglądzie literatury światowej.

Ważnym tematem z punktu widzenia gospodarki jest problem identyfikacji sposobu budowania potencjału innowacyjnego

systemu zarządzania przez spojrzenie na elementy systemu w powiązaniu z cechami relacji sieci organizacyjnych. Przedstawiony artykuł wskazuje na fazy i czynniki innowacji w tworzeniu potencjału innowacyjnego organizacji. Bierze pod uwagę wiedzę jawną i ukrytą oraz uwarunkowania ich wymiany pomiędzy pracownikami w zakresie wzajemnego rozumienia się, angażowania i zaufania.

Innym spojrzeniem na problem innowacji jest identyfikacja i analiza modeli zarządzania innowacjami. W artykule wykorzystano krytyczną analizę piśmiennictwa dotyczącą biznesowych modeli innowacji (*business model innovation, innovation governance models*) i ich klasyfikacji, zawierającą syntezę badań nad tymi modelami pochodzących z ostatnich kilku lat.

Ciekawe ujęcie dążenia do doskonałości organizacyjnej zaprezentowano w artykule opisującym model doskonałości EFQM i systemy zarządzania jakością zgodne z ISO 9001. Pytanie kluczowe, jakie jest postawione, to określenie, czy porównanie tych dwóch narzędzi jest zasadne i na jakie elementy należy zwrócić uwagę, prowadząc takie analizy.

Na koniec przedstawiono wyniki badań dotyczące realizacji celów projektów i organizacji przez kierowników projektu. Holistyczne spojrzenie na organizację pozwala na podnoszenie sprawności i skuteczności działań. Nie skupiamy się wtedy na maksymalizowaniu korzyści płynących z pojedynczych projektów, ale najważniejszy jest dla nas jak najlepszy wynik portfela projektów, a w konsekwencji całej organizacji.

Mamy nadzieję, że przedstawiona tematyka okaże się dla Państwa interesującą i wartościową lekturą.

Wykorzystanie struktur piramidowych przez firmy rodzinne. Perspektywa ładu korporacyjnego¹

Use of pyramidal structures by family firms. Perspective of corporate governance

Maria Aluchna

Szkoła Główna Handlowa, e-mail: maria.aluchna@sgh.waw.pl

Streszczenie

Firmy rodzinne stanowią istotne podmioty życia gospodarczego w każdym kraju. Analizy funkcjonowania takich firm wskazują, iż przedsiębiorstwa cechują się odmienną charakterystyką, praktykami zarządzania i nadzoru korporacyjnego. Jednym z wymiarów odmiennej specyfiki firm rodzinnych jest struktura własności, a w szczególności stosowanie struktur piramidowych, które umożliwiają lewarowanie kontroli przy niższym zaangażowaniu kapitałowym. Wykorzystanie struktur piramidowych skutkuje tak zwanym rozdziałem praw do kontroli od praw do zysków oraz dominującą pozycją rodziny, co może zwiększać tendencję do działania rodziny we własnym interesie na koszt akcjonariuszy mniejszościowych. Jednak kontrola rodziny niesie za sobą także efekty pozytywne, w postaci długoterminowej orientacji, większego zaangażowania i większej efektywności działania. Niniejsze opracowanie poświęcone jest funkcjonowaniu struktur piramidowych stosowanych przez spółki giełdowe kontrolowane lub cechujące się znacznym udziałem rodziny bądź w szczególnym przypadku założyciela we własności. Struktury piramidowe wykorzystywane są w tego typu spółkach dla zwiększenia kontroli przy jednoczesnym obniżeniu zaangażowania kapitałowego. Przedmiotem zainteresowania prowadzonej dyskusji są zatem spółki obecne na rynku kapitałowym, których akcje pozostają w obrocie giełdowym. Artykuł ma charakter teoretyczny i oparty jest na przeglądzie literatury światowej. Celem artykułu jest identyfikacja głównych motywów i zasad funkcjonowania struktur piramidowych wraz z dyskusją potencjalnych zalet i zagrożeń wynikających z ich stosowania oraz wstępne przybliżenie skali wykorzystania struktur piramidowych w Polsce.

Słowa kluczowe: firmy rodzinne, struktura własności, własność rodzinna, kontrola rodzinna, struktury piramidowe, ład korporacyjny.

Abstract

Family firms are important players of the economic system of every country. Research on the functioning of family firms indicates that these companies reveal a different characteristics with the reference to management and corporate governance. The ownership structure and precisely the use of pyramids which leverage control under the lower capital involvement constitute one of the dimensions of the family firms specificity. The use of pyramids leads to the so called separation of control and cash flow rights and the dominant position of families in corporate governance what may result in the family opportunistic behavior at the cost of minority shareholders. However, the family control brings a lot of positive effects such as long term orientation, engagement and efficiency of operation.

Keywords: family firms, ownership structure, family ownership, family control, pyramidal structures, corporate governance.

¹ Niniejszy artykuł powstał w ramach realizacji grantu badawczego Narodowego Centrum Nauki „Ład korporacyjny w kontekście struktury własności. Przypadek spółek giełdowych” nr 2011/03/B/HS4/01130.

Wstęp

Problematyka firm rodzinnych należy do dynamicznie rozwijających się wątków w naukach ekonomicznych, w tym zarówno w naukach o zarządzaniu, jak i w ekonomii i finansach. U podstaw rosnącego zainteresowania tworzeniem, funkcjonowaniem i efektywnością firm rodzinnych leży ich istotne znaczenie w gospodarce. Według szacunków, większość podmiotów prowadzących działalność gospodarczą cechuje się własnością rodzinną, którą notuje się nie tylko wśród małych i średnich przedsiębiorstw, ale również wśród wielkich korporacji. Warto zauważyć, iż firmy rodzinne dominują wśród krajów rozwijających się w Azji i Ameryce Południowej, jednak bardzo często występują także w rozwiniętych gospodarkach europejskich, z dominacją krajów Europy kontynentalnej, oraz w gospodarce amerykańskiej. Przykładowo takie przedsiębiorstwa, jak Heineken, Porsche, Fiat, Tata czy Samsung, są kontrolowane przez rodziny.

Drugim powodem zainteresowania badaczy problematyką firm rodzinnych jest wciąż słabo rozpoznana i niezrozumiana specyfika ich działania. Przeplatanie się relacji rodzinnych i formalnych, służbowych zależności tworzy unikatowe warunki dla rozwoju stylu zarządzania, przywództwa, budowy kultury organizacyjnej i systemu motywacyjnego, formułowania i realizacji strategii, a także nadzoru nad przedsiębiorstwem. Szczególną uwagę badacze poświęcają zagadnieniom form kontroli i własności rodzin nad przedsiębiorstwami, pozycji i roli założyciela czy głowy rodziny w systemie zarządzania przedsiębiorstwem, sukcesji i włączaniu do zarządzania kolejnych pokoleń oraz wzorcom nadzoru nad firmą rodzinną. W przypadku pełnej własności rodziny, kiedy jej członkowie mają łącznie 100% akcji i nie muszą dzielić kontroli z innymi akcjonariuszami, problemy nadzoru korporacyjnego praktycznie nie występują. Wówczas kwestie zarządzania i nadzoru w pełni zależą od podziału obowiązków i odpowiedzialności w ramach firm rodzinnych na podstawie ustaleń i przestrzeganych zasad. Poważniejsze wyzwania dla nadzoru korporacyjnego pojawiają się w sytuacji, kiedy rodzina musi dzielić się własnością i kontrolą nad spółką z innymi udziałowcami, którzy mogą mieć odmienne cele czy oczekiwania wobec przedsiębiorstwa. Najtrudniejsze zadania przed problematyką nadzoru korporacyjnego pojawiają się w sytuacji, gdy firma rodzinna decyduje się na debiut giełdowy. Wówczas część akcji trafia do mniej lub bardziej rozproszonych, lecz bardzo zróżnicowanych akcjonariuszy. Wśród tych akcjonariuszy mogą się bowiem znaleźć zarówno doświadczone, przygotowane do zarządzania kapitałem, choć cechujące się różnym horyzontem obecności w spółce fundusze inwestycyjne i emerytalne, jak i „głoszący nogami” i słabiej przygotowani rozdrobnieni akcjonariusze indywidualni czy inwestorzy branżowi. Nadzór w firmach rodzinnych przebiega wówczas w ramach konieczności współpracy tych różnych grup akcjonariuszy. Analizy nad specyfiką nadzoru w firmach rodzinnych wskazują na wykorzystywanie przez te spółki specyficznych mechanizmów funkcjonujących pod pojęciem *family governance*, łączącym formalne struktury i procedury z mniej formalnymi spotkaniami rodzinnymi [Koładkiewicz 2014]. W zależności od struktury akcjonariatu, tempa rozwoju spółki i strategii obranej przez

założycieli rodzina może łączyć wyzwania związane z pełnieniem funkcji nadzoru i zarządzania czy stosowaniem mechanizmów lewarujących kontrolę.

Niniejsze opracowanie poświęcone jest funkcjonowaniu struktur piramidowych stosowanych przez spółki giełdowe kontrolowane lub cechujące się znacznym udziałem rodziny bądź w szczególnym przypadku założyciela we własności. Struktury piramidowe wykorzystywane są w tego typu spółkach dla zwiększenia kontroli przy jednoczesnym obniżeniu zaangażowania kapitałowego. Przedmiotem zainteresowania prowadzonej dyskusji są zatem spółki obecne na rynku kapitałowym, których akcje pozostają w obrocie giełdowym. Artykuł ma charakter teoretyczny i oparty jest na przeglądzie literatury światowej. Jego celem jest identyfikacja głównych motywów i zasad funkcjonowania struktur piramidowych wraz z dyskusją potencjalnych zalet i zagrożeń wynikających z ich stosowania oraz wstępne przybliżenie skali wykorzystania struktur piramidowych w Polsce. Ze względów językowych w tekście zamiennie stosuje się pojęcia ładu korporacyjnego, nadzoru korporacyjnego i *corporate governance*.

1. Kontrola rodziny a ład korporacyjny

1.1. Obecność rodziny w strukturze własności

Własność i kontrola rodzin nad przedsiębiorstwami stanowi ważne i istotne zagadnienie w opracowaniach z zakresu ładu korporacyjnego ze względu na kluczową rolę struktury własności. Uznaje się bowiem, że struktura własności jest jednym z bardziej znaczących elementów określających charakterystykę przedsiębiorstwa i determinuje wiele wymiarów jego funkcjonowania [Gedajlovic, Shapiro 1998, s. 533-553]. Badania wskazują, iż wzorce własności i kontroli mają szczególne znaczenie dla formułowanej strategii, dywersyfikacji i internacjonalizacji, realizowanej polityki inwestycyjnej i dywidendowej, zakresu i kierunku restrukturyzacji oraz zmian organizacyjnych [Holderness, Sheehan 1988, s. 317-346; Tihanyi i in. 2003, s. 105-211]. Struktura własności określa także praktyki ładu korporacyjnego, gdyż poszczególni akcjonariusze cechują się różnym horyzontem obecności w przedsiębiorstwie i mają odmienne oczekiwania wobec uzyskiwanych przez niego wyników [Morck, Steier 2002; Allen, Gale 2002]. W efekcie zarządzanie i nadzór w firmie rodzinnej będą inaczej się kształtowały niż zarządzanie i nadzór w spółce na przykład z rozproszonym akcjonariatem przy dużym udziale inwestorów instytucjonalnych.

Własność rodzinna stanowi oddzielny i specyficzny typ struktury własności. Rodzinna własność jest spotykana w bardzo wielu przedsiębiorstwach na całym świecie. W słynnych badaniach nad strukturą własności w 49 krajach kontrolę rodziny na poziomie 20% głosów posiadanych na WZA zidentyfikowano w 48 krajach, wyjątkiem była Wielka Brytania. Wyniki tych i kolejnych analiz przedstawiono w tab. 1.

Jak wynika z tab. 1, kontrola rodziny mierzona posiadanymi głosami na poziomie 20% występuje z różną częstotliwością – od 5% badanych spółek w przypadku Austrii do 100% dla spółek z Meksyku [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 1998,

Tabela 1. Struktura własności na świecie

Kraj	Kontrola na poziomie 10%		Kontrola na poziomie 20%		Źródło
	struktura rozdrobniona	kontrola rodziny	struktura rozdrobniona	kontrola rodziny	
Argentyna	0	65	0	65	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Australia	55	10	65	5	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Austria	5	15	5	15	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Belgia	0	50	5	50	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Kanada	50 17,54	30 46,67	60 36,24	25 26,18	La Porta i in. 1999, tab. 2 i 3) Attig i in. 2003
Dania	10	35	40	35	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Finlandia	15	10	35	10	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Francja	30 8,92	20 70,44	60 17,79	20 64,83	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Faccio i Lang 2002
Niemcy	35	10 74,64	50 14,02	10 64,62	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Faccio i Lang 2002
Grecja	5	65	10	50	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Hongkong	10 0,6	70 64,7	10 7	70 66,7	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Claessens i in. 2000
Indonezja	0,6	68,6	5,5	71,5	Claessens i in. 2000
Irlandia	45	15	65	10	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Izrael	5	50	5	50	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Włochy	15 7,83	20 64,87	20 15,86	15 59,61	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Faccio i Lang 2002
Japonia	50 42	10 13,1	90 79,8	5 9,7	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Claessens i in. 2000
Korea	40 14,3	35 67,9	55 43,2	20 48,4	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Claessens i in. 2000
Malezja	1	57,5	10,3	67,2	Claessens i in. 2000
Meksyk	0	100	0	100	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Holandia	30	20	30	20	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Nowa Zelandia	5	45	30	25	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Norwegia	5	25	25	25	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Filipiny	1,7	42,1	19,2	44,6	Claessens i in. 2000
Portugalia	5	50	10	45	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Singapur	5 1,4	45 52	15 5,4	30 55,4	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Claessens i in. 2000
Hiszpania	15 12,74	25 67,33	35 28,06	15 55,79	La Porta i in., 1999 (tab. 2 i 3) Faccio i Lang 2002
Szwecja	0	55	25	45	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Szwajcaria	50	40	60	30	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3)
Tajwan	2,9	65,6	26,2	48,2	Claessens i in. 2000
Tajlandia	2,2	56,5	6,6	61,6	Claessens i in. 2000
Wielka Brytania	90 27,06	5 33,75	100 69,08	0 19,88	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Faccio i Lang 2002
Stany Zjednoczone	80 38,95	20 23,37	80 69,26	20 6,13	La Porta i in. 1999 (tab. 2 i 3) Attig i in. 2003

Źródło: [Morck, Wolfenzon, Yeung 2004, s. 8].

s. 471-517]. Późniejsze badania na próbie wyłącznie spółek z Europy również wskazywały na dużą powszechność rodzinnej własności. Silną pozycję rodzin zaobserwowano w Austrii, Hiszpanii i we Włoszech [Georgen, Manjon, Renneboog 2004].

Warto dodać, iż najnowsze analizy dowodzą nadmiernego uproszczenia uznawanego przez lata podziału krajów i systemów *corporate governance* przy zastosowaniu kryteriów struktury własności w odniesieniu zarówno do typów akcyjna-

riuszy, jak i stopnia koncentracji udziałów. Tradycyjnie uznawano, iż struktura rozdrobniona ze znacznym udziałem inwestorów indywidualnych (do około połowy lat 80. XX wieku) oraz inwestorów finansowych (od lat 90. XX wieku) była dominującą cechą gospodarek anglosaskich, szczególnie amerykańskiej. Najnowsze analizy wskazują natomiast zarówno na pewną koncentrację własności [Holderness 2007, s. 1377-1408], jak i na większą, niż dotychczas sądzono, obecność rodzin w strukturze własności [Villalonga, Amit 2009, s. 3047-3091], co sugeruje, iż własność i kontrola rodzinna jest bardziej powszechnie występującym wzorcem, niż się spodziewano. Przykładowo badania spółek amerykańskich wskazują, iż ponad 35% spółek z indeksu S&P 500 Industrials to spółki rodzinne, a rodziny kontrolują prawie 18% ich aktywów [Anderson, Reeb 2003, s. 1301-1329; Barontini, Caprio 2006, s. 689-723]. Dyskutując na temat własności rodziny, należy także zaznaczyć, iż rodziny bardzo często są autorami koncentracji własności, czyli posiadają w spółce znaczne udziały, które się utrzymują mimo debiutu na rynku kapitałowym [Morck, Yeung 2004]. Zjawisko to obserwuje się zarówno w Stanach Zjednoczonych [Villalonga, Amit 2009], Europie kontynentalnej, jak i w Azji i Ameryce Południowej. Kontrola rodziny jest dyskutowana w kontekście jej zaangażowania we własność, posiadanych akcji uprzywilejowanych oraz preferencji dla wewnątrzfirmowego i międzypokoleniowego transferu kontroli [Bennedsen, Perez-Gonzales, Wolfenzon 2010, s. 141-156]. Firmy rodzinne często wykorzystują struktury piramidowe, obniżając swoje zaangażowane kapitałowe i często są w stanie kontrolować znacznie aktywa nawet w skali kraju, co ma zarówno konsekwencje ekonomiczne i polityczne [Morck, Yeung 2004, s. 391-409], jak i konsekwencje na poziomie spółki. W literaturze przedmiotu zwraca się także uwagę na duże znaczenie firm rodzinnych w gospodarce, zarówno w kontekście wzrostu gospodarczego, jak i w szczególności w kontekście zatrudnienia.

1.2. Kontrola rodziny

W literaturze *corporate governance* stosuje się dwa pojęcia opisujące pozycję rodziny w spółce. Jedno z tych pojęć dotyczy rzeczywiście posiadanych akcji spółki, drugie – faktycznie wykonywanej kontroli nad spółką. W najprostszym rozwiązaniu oba pojęcia będą tożsame przy założeniu stosowania zasady „jedna akcja, jeden głos” rekomendowanej przez specjalistów z zakresu ładu korporacyjnego i ochrony inwestorów. Zasada ta zapewnia równe traktowanie każdego z akcjonariuszy i gwarantuje im wszystkim wpływ na decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwo proporcjonalnie do posiadanych w nim udziałów. Międzynarodowa analiza porównawcza wskazuje na najczęstsze występowanie zasady „jedna akcja, jeden głos” w krajach anglosaskich [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 2000, s. 3-27] (Wielka Brytania, Stany Zjednoczone), choć nie należy uznawać, iż wszystkie amerykańskie i brytyjskie spółki będą ją stosować (przykładowo Google nie stosuje tej zasady i wykorzystuje akcje uprzywilejowane co do głosu, który mają założyciele firmy). W przypadku gdy ta zasada nie jest stosowana, spółki wykorzystują akcje uprzywilejowane dające określonej grupie akcjonariuszy większą liczbę (najczęściej dwa) głosów na akcję. Wówczas pozycja akcjonariuszy

posiadających akcje uprzywilejowane co do głosu jest korzystniejsza – za udziały w takiej samej wysokości otrzymują oni większą kontrolę, co oznacza, że posiadacze akcji zwykłych, mimo poczynienia znacznych inwestycji, mają mniejszy wpływ na losy przedsiębiorstwa. Obok stosowania akcji uprzywilejowanych spotyka się także wprowadzanie zapisów w statucie zwiększających pozycję i kontrolę jednej z grup akcjonariuszy [Adamska 2013], przypisując tej grupie określone prawa. W literaturze przedmiotu wskazuje się wówczas na występowanie różnicy między udziałem we własności a udziałem w kontroli. Taki efekt wzmacniania kontroli przy danym zaangażowaniu kapitałowym można także osiągnąć w inny sposób – dzięki zastosowaniu tak zwanych struktur piramidowych, które oznaczają tworzenie wielopiętrowych i często wielokierunkowych zależności kapitałowych [Bebchuk, Kraakman, Triantis 2000, s. 295-318; Tricker 2012]. Za pomocą tych struktur akcjonariusze posiadają udziały w spółce pośrednio poprzez inne podmioty. Często ich obecność we własności oznacza łączenie akcji posiadanych pośrednio i bezpośrednio. Międzynarodowe analizy wskazują, iż to właśnie rodziny bardzo często wykorzystują mechanizmy lewarowania kontroli [Morck 2005]:

- Amerykańskie firmy kontrolowane przez rodzinę lub założyciela wykorzystują akcje uprzywilejowane [Nenova 2001] i struktury piramidowe – choć rodziny posiadają bezpośrednie udziały w 62% badanych spółek, to 80% z nich wykorzystywało udziały pośrednie poprzez trusty, fundacje, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością czy inne przedsiębiorstwa [Villalonga, Amit 2009].
- Spółki w Europie kontynentalnej, szczególnie te kontrolowane przez rodziny, stosują akcje uprzywilejowane i struktury piramidowe na korzyść tych drugich [Bennedsen, Nielsen 2010, s. 2212-2229].
- Wielopoziomowe złożone struktury z intensywnymi powiązaniem cechują duże korporacje hinduskie, które w znacznej mierze kontrolowane są przez rodziny [Ramachandran, Marisetty 2009, s. 54-61].
- Skomplikowane struktury własności z dużym udziałem akcjonariatu wewnętrznego i powiązaniem krzyżowymi stanowią dominujący wzorzec w Azji Południowo-Wschodniej, w szczególności w Korei Południowej i Tajlandii [Minor, Patrick, Wu 1995, s. 39-41].
- Skomplikowane struktury własności z dużym udziałem akcjonariatu wewnętrznego i silną pozycją założycieli występują także w Ameryce Południowej [Perkins, Morck, Yeung 2008; Rogers i in. 2006].

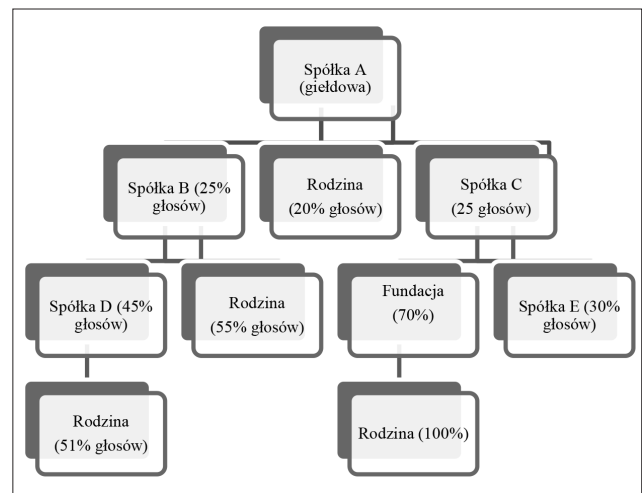
2. Struktury piramidowe w firmach rodzinnych

Powszechność występowania struktur piramidowych związana jest z wieloma korzyściami, jakie one zapewniają. Zadanie piramid sprowadza się do zachowania kontroli nad przedsiębiorstwami przy ograniczeniu zaangażowania kapitałowego i jednocześnie do pozyskiwania funduszy na rozwój firmy od innych inwestorów, najczęściej na rynku kapitałowym. Struktury piramidowe tworzone jako mechanizm zwiększenia kontroli oznaczają budowanie takich rozwiązań własnościowych, w których akcjonariusz posiada udziały nie bezpośrednio lub

nie tylko bezpośrednio w spółce, ale głównie pośrednio przez inne podmioty. Oznaczają one utworzenie wielopiętrowych zależności kapitałowych i stanowią przykład wzoru zakładającego *trade off* między ryzykiem z udziału w strukturze skoncentrowanej a możliwościami kontroli firmy [Demsetz, Lehn 1985, s. 1155-1177]. Kolejne piętra przyczyniają się do powstania bardzo złożonych struktur (o kształcie piramidy) przy założeniu, iż między spółkami na poszczególnych poziomach zachodzą zależności kapitałowe pozwalające na utrzymanie kontroli przy jednoczesnym obniżeniu zaangażowania kapitałowego [Zattoni 1999, s. 38-48; Almeida, Wolfenzon 2005]. Dotychczas badacze nie wypracowali spójnej i powszechnie uznanej teorii budowy struktur piramidowych. Wielu z nich przyznaje, iż trudno jest jednoznacznie określić przyczyny i motywy tworzenia struktur piramidowych, dynamikę ich występowania nawet w krajach o silnym porządku instytucjonalnym i wysokich standardach ochrony inwestorów czy nawet ich większą powszechność stosowania niż akcji uprzywilejowanych mimo zbliżonego efektu, jaki przynoszą. Wciąż także toczy się dyskusja na temat metodyki pomiaru poszczególnych zmiennych i stosowanych metod analizy.

Przedsiębiorstwo zorganizowane w formie piramidy charakteryzuje się występowaniem wielu spółek szczytowych (*apex*), które są kontrolowane przez jednego akcjonariusza dominującego. Akcjonariusz dominujący realizuje kontrolę nad grupą poprzez łańcuch różnych powiązań kapitałowych łączących spółki na wszystkich poziomach [Morck, Wolfenzon, Yeung 2004]. Akcjonariusz dominujący chętnie wprowadza spółki na giełdę, by pozyskać mniejszościowy kapitał na rynku. W ten sposób dokonuje lewarowania praw kontroli wobec praw do zysku [Villalonga, Amit 2009; 2006, s. 385-417]. Oznacza to, że akcjonariusz ten może utrzymać swoją kontrolę nad spółką (akcjonariusz kontrolujący) bez dominującego udziału we własności (nie jest już akcjonariuszem dominującym) [Renneboog 2000, s. 1959-1995]. Należy jednocześnie zaznaczyć, iż niektóre ze spółek z piramidy na środkowych poziomach często są jedynie funduszami, spółkami pośrednikami, których głównym celem jest zwiększenie różnicy między zaangażowanym kapitałem a posiadaną liczbą głosów przez akcjonariusza dominującego. Ponadto struktury piramidowe tam, gdzie jest to prawnie dozwolone, wykorzystują powiązania krzyżowe – tak zwany akcjonariat wewnętrzny może stanowić znaczne udziały we własności. Ze względu na większą liczbę spółek potrzebnych do zbudowania piramidy struktury te często są wykorzystywane przez grupy przedsiębiorstw (grupy kapitałowe). Choć autorami piramidy mogą być różni akcjonariusze, w tym, jak pokazuje przykład spółek chińskich, także państwo, badania wskazują na częste stosowanie tych struktur w przedsiębiorstwach, w których ostatecznym akcjonariuszem jest rodzina lub założyciel. Rysunek 1 przedstawia modelowy schemat struktury piramidowej kontrolowanej przez rodzinę.

Rysunek 1 przedstawia modelowy przykład struktury piramidowej z kontrolą założyciela. Zakładając, iż spółka A jest spółką notowaną na giełdzie, należy stwierdzić, że spółki na niższych poziomach to poszczególni akcjonariusze powiązani zależnościami kapitałowymi w ramach rodziny, a pozostałą część akcji kontrolują akcjonariusze mniejszościowi. Rysunek



Rysunek 1. Modelowy przykład struktury piramidowej kontrolowanej przez założyciela

Źródło: opracowanie własne.

ten dokładnie ilustruje istotę piramidy – choć na pierwszym poziomie struktura własności spółki A wydaje się rozproszona, to analiza drugiego poziomu wskazuje na znaczne możliwości kontroli przez rodzinę. Takie rozwiązania pomagają rozdzielać własność od praw do zysku i ograniczać zaangażowanie kapitałowe przy zachowaniu znacznej kontroli. Najcenniejszymi aktywami są oczywiście akcje spółki giełdowej, ponieważ można koszty dzielić z akcjonariuszami mniejszościowymi i transferować z tej spółki (*de facto* od akcjonariuszy mniejszościowych) zyski, nie płacąc dywidendy. Transfery takie są dokonywane najczęściej w formie transakcji z podmiotami powiązanimi (np. ze spółką B lub C) w ramach grupy (tunelowanie). Są to metody stosowane na całym świecie, a największe ich natężenie obserwuje się w krajach o słabym porządku instytucjonalnym i słabej ochronie akcjonariuszy mniejszościowych. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, iż stosowanie struktury piramidowej nie jest tożsame z transakcjami tunelowania.

3. Ład korporacyjny w firmach rodzinnych wykorzystujących struktury piramidowe

3.1. Zalety i wyzwania

Z punktu widzenia *corporate governance* firmy rodzinne uznaje się za ważny, choć odmienny system nadzoru [Chu 2009, s. 353-373; Barontini, Caprio 2006, s. 689-723]. Są one postrzegane jako spółki o niższych kosztach agencji [Wasserman 2003, s. 149-172] ze względu na silną kontrolę rodziny, jej większe zaangażowanie (w porównaniu z innymi akcjonariuszami) [Wasserman 2003, s. 149-172] w strategiczny rozwój spółki, dłuższy horyzont czasowy obecności w spółce oraz mniejszą krótkowzroczność menedżerów [Bertrand, Schoar 2006, s. 73-96]. Dodatkowo, ze względu na koncentrację własności oraz dominującą rolę rodziny/założyciela, firmy rodzinne częściej mają silną identyfikację i jasno określoną wizję i motywację do wzrostu firmy [Chu 2009; Jayaraman i in. 2000,

s. 1215-1224]. Warto też zaznaczyć, iż to właśnie możliwość utrzymania kontroli nad spółką przez rodzinę czy założyciela poprzez stosowanie struktur piramidowych stanowi dla nich pewien mechanizm ochronny i dzięki niemu decydują się oni na debiut giełdowy i pozyskanie kapitału na rozwój firmy. Bez możliwości takiego zabezpieczenia wiele firm rodzinnych nie zdecydowałoby się na wejście na giełdę, obawiając się utraty kontroli nad przedsiębiorstwem, w które rodzina angażuje czas, energię i, stanowiące najważniejsze aktywa, reputację i nazwisko, które często zarządzane jest z myślą o przekazaniu kolejnym pokoleniom.

Kontrolę rodzinną cechuje jednak kilka zasadniczych wyzwań czy wątpliwości z zakresu *corporate governance*, do których zaliczyć należy:

- negatywne efekty związane z drugim typem problemów agencji odnoszącym się do konfliktu między akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszami mniejszościowymi – akcjonariusz większościowy, a przynajmniej kontrolujący, realizując politykę inwestycyjną, dywidendową, strategię rozwoju czy transakcje z podmiotami powiązany, może wykazywać tendencję do działania we własnym interesie, na koszt akcjonariuszy mniejszościowych;
- negatywne efekty związane z agencyjnym problemem dominacji czy nadmiernej pozycji (*entrenchment agency problem*) [Morck, Yeung 2004] rodziny lub założyciela firmy, co ze względu na lepszą znajomość specyfiki przedsiębiorstwa, możliwość wpływu na jego losy oraz dostęp do informacji o jego kondycji może skutkować niższą obecnością członków niezależnych w radzie [Anderson, Reeb 2004, s. 209-237] i podejmowaniem przez rodzinę działań dla realizacji własnych korzyści kosztem akcjonariuszy mniejszościowych [Morck, Yeung 2004; Ramachandran, Marisetty 2009; Anderson, Reeb 2003];
- negatywne skutki związane z lewarowaniem kontroli, które prowadzi do zjawiska określanego w literaturze przedmiotu jako rozdział praw do kontroli (*control rights*) od praw do zysku (*cash flow rights*). Rozdział ten oznacza większą władzę rodziny/założyciela, szczególnie w odniesieniu do zainwestowanego kapitału, i także może prowadzić do podejmowania działań dla realizacji własnych korzyści [Bebchuk, Kraakman, Triantis 2000; Tricker 2012; Morck, Wolfenzon, Yeung 2004].

Powyższe trzy wątpliwości są przedmiotem badań między określonymi wzorcami własności firm rodzinnych i zyskowności lub wartości przedsiębiorstwa. Przykładowo badania na próbie 1100 spółek spoza sektora finansowego za lata 1991-2001 wskazują negatywną zależność między rozdziałem własności i kontroli na wartość spółki [Marchica, Mura 2005, s. 26-45]. W badaniach na próbie 800 spółek z 8 krajów Azji Południowo-Wschodniej, kontrolując specyfikę krajową, wykazano, że w spółkach o strukturach własności cechujących się rozdziałem własności od kontroli i tym samym wyższym ryzykiem działania na koszt akcjonariuszy mniejszościowych (wykorzystujących struktury piramidowe i powiązania krzyżowe) wskaźnik Q Tobina był 12 razy niższy niż w pozostałych firmach, a zwroty z akcji były niższe o 9% rocznie [Lemmon, Lins 2003, s. 1445-1468]. Inne opracowania wskazują na negatyw-

ne efekty koncentracji własności i kontroli. Wyniki badań na próbie 309 szwedzkich spółek [Cronqvist, Nilsson 2003, s. 695-719] oraz 174 spółek fińskich [Maury, Pajuste 2004, s. 1813-1834] wskazują, że obecność mniejszościowego akcjonariusza kontrolującego obniża wartość spółki. Rozdział własności od kontroli pociąga za sobą słabsze wyniki [Lins 2003, s. 159-184] i gorszą wycenę [Claessens i in. 2002, s. 2741-2771], choć przecena ta jest niższa dla firm rodzinnych [Benedsen, Nielsen 2010]. Choć większość badań obserwuje negatywne efekty rozdziału praw do własności od praw do zysku, to jednak część z nich wskazuje na pozytywne efekty kontroli rodzinnej dla zarządzania, nadzoru i wartości spółki. Przykładowo badania na próbie 675 przedsiębiorstw z 11 krajów europejskich, choć wykazały występowanie rozdziału własności od kontroli w spółkach kontrolowanych przez rodziny, to jednocześnie dowiodły wyższej wartości i lepszych wyników operacyjnych tych spółek [Barontini, Caprio 2006].

3.2. Polska

W Polsce zdecydowanie brakuje pogłębionych analiz nad funkcjonowaniem firm rodzinnych i specyfiką wykorzystywanych przez nie mechanizmów *corporate governance*. Istniejące badania wskazują na ogromny potencjał tego akcjonariusza, jednocześnie sygnalizując trudności w zrozumieniu specyfiki łączenia rodzinnych relacji i formalnych struktur nadzorczych, profesjonalizacji rady nadzorczej i sukcesji [Koładkiewicz 2011, s. 19-33; Koładkiewicz 2007, s. 39-57]. Wstępne szacunki prowadzone na próbie spółek giełdowych odnotowały własność rodzinną lub kontrolę założyciela w przypadku 30% spółek oraz stosowanie struktur piramidowych w 50% spółek. Jednocześnie 60% spółek kontrolowanych przez założyciela lub rodzinę wykorzystuje struktury piramidowe, podczas gdy w pozostałych spółkach obserwuje się ich bezpośredni udział we własności [Aluchna, s. 345-357]. Warto jednocześnie zauważyć, iż polskie spółki kontrolowane przez założyciela czy rodzinę cechuje udział tych akcjonariuszy w zarządzaniu. Biorąc pod uwagę, iż większość spółek notowanych na GPW w Warszawie cechuje się rodowodem rodzinnym, a nowe spółki decydujące się na debiut giełdowy też cechują się obecnością rodziny w strukturze własności, istotne wydaje się prowadzenie dalszych analiz dla poznania ich specyfiki *corporate governance* i zrozumienia znaczenia wzorców kontroli i własności dla osiąganych wyników. Za stosowaniem struktur piramidowych w tych spółkach przemawia też motywacja do utrzymania kontroli przez rodziny przy jednoczesnym relatywnym obniżeniu zaangażowanego kapitału. Podobnie jak ma to miejsce w innych krajach (np. Indie, Korea Południowa), stosowanie struktur piramidowych sprzyja tworzeniu kolejnych spółek w ramach grupy kapitałowej przy wykorzystywaniu wewnętrznego rynku kapitałowego i inwestycji w ramach grupy. Należy się zatem spodziewać rosnącego udziału tych form własności w polskich spółkach akcyjnych z rodowodem rodzinnym.

Podsumowanie

Firmy rodzinne stanowią istotne podmioty w każdym kraju o dużym znaczeniu dla rozwoju gospodarczego i poziomu za-

trudnienia. Badania nad funkcjonowaniem firm rodzinnych wskazują, iż przedsiębiorstwa te cechują się odmienną charakterystyką i praktykami zarządzania i nadzoru korporacyjnego. Ta specyfika w szczególności ujawnia się w przypadku wzorców własności i kontroli, w tym między innymi w stosowaniu struktur piramidowych, które umożliwiają lewarowanie kontroli przy niższym zaangażowaniu kapitałowym. Wykorzystanie struktur piramidowych, które odnotowywane jest praktycznie na całym świecie, skutkuje tak zwanym rozdziałem praw do kontroli od praw do zysków oraz dominującą pozycją rodziny, co może zwiększać tendencję do działania rodziny we własnym interesie na koszt akcjonariuszy mniejszościowych. Jednak kontrola rodziny niesie ze sobą także efekty pozytywne w postaci długoterminowej orientacji, większego zaangażowania i większej efektywności działania. Ze względu na znaczenie firm rodzinnych i powszechności występowania struktur piramidowych potrzebne są dalsze badania nad tymi wzorcami własności i kontroli, także w odniesieniu do polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie.

Literatura

- Adamska A., 2013, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Allen F., Gale D., 2002, *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, Cambridge.
- Almeida H., Wolfenzon D., 2005, *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, National Bureau of Economic Research Working Paper no. 11368.
- Aluchna M., 2013, *Struktury piramidowe w polskich spółkach giełdowych. Wstępne wyniki badań*, Zarządzanie i Finanse, Uniwersytet Gdański, vol. 11, no. 2, część 6, s. 345-357.
- Anderson R., Reeb D., 2003, *Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*, Journal of Finance, vol. 58, no. 3, s. 1301-1329.
- Anderson R., Reeb D., 2004, *Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms*, Administrative Science Quarterly, vol. 49, no. 2, s. 209-237.
- Barontini R., Caprio L., 2006, *The effect of family control on firm value and performance. Evidence from continental Europe*, European Financial Management, vol. 12, s. 689-723.
- Barontini R., Caprio L., 2006, *The effect of family control on firm value and performance. Evidence from*
- Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G., 2000, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, [w:] *Concentrated Ownership Structure*, Morck R. (red.), University of Chicago Press, s. 295-318.
- Bennedsen M., Nielsen K., 2010, *Incentive and entrenchment effects in European ownership*, Journal of Banking and Finance, vol. 34, issue 9, s. 2212-2229.
- Bennedsen M., Perez-Gonzales F., Wolfenzon D., 2010, *The Governance of Family Firms*, [w:] Baker H., Anderson R. (red.) *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research and Practice*, John Wiley&Sons, Hoboken, s. 141-156.
- Bertrand M., Schoar A., 2006, *The role of family in family firms*, The Journal of Economic Perspectives, vol. 20, no. 2, s. 73-96.
- Chu W., 2009, *The influence of family ownership on SME performance: Evidence from public firms in Taiwan*, "Small Business Economics", vol. 33, no. 3, s. 353-373.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., 2002, *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders*, Journal of Finance, vol. 57, s. 2741-2771.
- Cronqvist H., Nilsson M., 2003, *Agency costs, of controlling minority shareholders*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 38, s. 695-719.
- Demsetz H., Kehn K., 1985, *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy, vol. 93, s. 1155-1177.
- Gedajlovic E., Shapiro D., 1998, *Management and ownership effects: Evidence from five countries*, Strategic Management Journal, vol. 19, s. 533-553.
- Georgen M., Manjon M., Renneboog L., 2004, *Recent developments in German corporate governance*, European Corporate Governance Institute Working Paper, no. 41.
- Holderness C., 2007, *The myth of diffuse ownership in the United States*, The Review of Financial Studies, vol. 32, no. 4, s. 1377-1408.
- Holderness C., Sheehan D., 1988, *The role of majority shareholders in publicly held corporations*, Journal of Financial Economics, vol. 20, s. 317-346.
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E., Covin J., 2000, *CEO founder status and firm financial performance*, Strategic Management Journal, vol. 21, no. 12, s. 1215-1224.
- Kołodkiewicz I., 2007, *Firmy rodzinne w Polsce – perspektywy badawcze*, Organizacja i Kierowanie, vol. 3, nr 129, s. 39-57.
- Kołodkiewicz I., 2011, *Family governance – struktury i praktyka. Doświadczenia światowe*, [w:] Marjański A. (red.), *Firmy rodzinne – determinanty funkcjonowania i rozwoju. Strategie zarządzania przedsiębiorstwem rodzinnym*, Przedsiębiorczość i Zarządzanie, tom XII, zeszyt 7, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Łódź, s. 19-33.
- Kołodkiewicz I., 2014, *The family meeting as a mechanism of family governance: Review of the experiences of Polish family companies*, The Management and Business Administration. Central Europe, w druku.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1998, *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, vol. LIV, no. 2, s. 471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 2000, *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, vol. 58, s. 3-27.
- Lemmon M., Lins K., 2003, *Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis*, Journal of Finance, vol. LVIII, no. 4, s. 1445-1468.
- Lins K., 2003, *Equity ownership and firm value in emerging markets*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 38, s. 159-184.
- Marchica M., Mura R., 2005, *Direct and ultimate ownership structures in the UK: an intertemporal perspective over the last decade*, Corporate Governance, vol. 13, no. 1, s. 26-45.
- Maury B., Pajuste A., 2004, *Multiple controlling shareholders and firm value*, Journal of Banking and Finance, vol. 29, s. 1813-1834.
- Minor M., Patrick J., Wu W-Y., 1995, *Conglomerates in the world economy: comparing keiretsu, chaebol and grupos*, Cross Cultural Management: An International Journal, vol. 2, s. 39-41.
- Morck R., 2005, *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers*, University of Chicago Press.
- Morck R., Steier L., 2002, *The global history of corporate governance – an introduction*, National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 11062.

- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B., 2004, *Corporate governance, economic entrenchment and growth*, NBER Working Paper, no. 10692.
- Morck R., Yeung B., 2004, *Special issues relating to corporate governance and family control*, World Bank Policy Research Paper, no. 3406.
- Nenova T., 2001, *How to dominate a firm with valuable control? Dual class firms around the world: Regulation, security-voting structure, and ownership patterns*, World Bank, South Asia, World Bank, <http://ssrn.com/abstract=1017603>.
- Perkins S., Morck R., Young B., 2008, *Innocents abroad: The hazards of international joint ventures with pyramidal group firms*, <http://ssrn.com/abstract=1097265>.
- Ramachandran K., Marisetty V., 2009, *Governance challenges for family controlled firms while globalizing*, The Indian Journal of Industrial Relations, vol. 45, s. 54-61.
- Renneboog L., 2000, *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange*, Journal of Banking and Finance, vol. 24, s. 1959-1995.
- Rogers P., Dami A., Ribeiro K, Sousa A., 2006, *Corporate governance and ownership structure in Brazil: Causes and consequences*, <http://ssrn.com/abstract=976198>.
- Tihanyi L., Johnson R., Hoskisson R., Hitt M., 2003, *Institutional ownership differences and international diversification: The effect of boards of directors and technological opportunity*, Academy of Management Journal, vol. 46, s. 105-211.
- Tricker B., 2012, *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press.
- Villalonga B., Amit R., 2006, *How do family ownership, management and control affect firm value*, Journal of Financial Economics, vol. 80, s. 385-417.
- Villalonga B., Amit R., 2009, *How are U.S. family firms controlled?*, The Review of Financial Studies, vol. 22, s. 3047-3091.
- Wasserman N., 2003, *Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success*, Organization Science, vol. 14, no. 2, s. 149-172.
- Zattoni A., 1999, *The structure of corporate groups: The Italian case*, Corporate Governance, vol. 7, no. 1, s. 38-48.