

JAN JEŹAK

**ZMIANY W STRUKTURACH WŁASNOŚCIOWYCH SPÓŁEK  
ORAZ ICH WPŁYW NA RELACJE WEWNĄTRZKORPORACYJNE  
– TENDENCJE EUROPEJSKIE I ŚWIATOWE<sup>1</sup>**

### **Wprowadzenie**

Historia rozwoju spółek akcyjnych pokazuje, że własność korporacyjna zawsze miała tendencję do koncentrowania się w rękach kilku inwestorów, którzy skupiali swoją uwagę na długofalowym wzroście spółki oraz rozwoju korporacyjnego imperium. Najpierw były to przedsiębiorcze rodziny, potem banki i inne spółki (holdingi). Równocześnie, w okresach zwiększonego zapotrzebowania na kapitał, spółki otwierały się na kapitał zewnętrzny, emitując akcje skierowane do drobnych indywidualnych inwestorów (gospodarstwa domowe). W ślad za tym pojawiły się instytucje pośredniczące pomiędzy spółkami a drobnymi inwestorami, zwane funduszami inwestycyjnymi. Kumulując oszczędności pochodzące od tysięcy drobnych inwestorów i działając w ich imieniu, stały się one na tyle znaczącymi akcjonariuszami, że już w pierwszych latach 70. XX wieku zarządy spółek zaczęły się uskarżać na ich rosnącą presję na poprawę wyników finansowych i to w coraz krótszym horyzoncie inwestycyjnym.

Znaczenie tej kategorii akcjonariuszy, zwanej nowymi właścicielami (od ang. new owners) wzrosło jeszcze bardziej z chwilą upowszechnienia się koncepcji funduszy emerytalnych oraz ubezpieczeń zdrowotnych, oferowanych przez towarzystwa ubezpieczeniowe. Instytucje te, dysponujące często wieloma miliardami dolarów, stały się obok tradycyjnych akcjonariuszy, takich jak banki oraz holdingi, współautorami wielkiej zmiany, jaką jest instytucjonalizacja własności korporacyjnej.

Celem niniejszego opracowania jest analiza dwóch głównych kierunków zmian w strukturach własnościowych współczesnych spółek akcyjnych, jakimi są procesy instytucjonalizacji oraz koncentracji własności korporacyjnej. Procesy te występują zarówno

---

<sup>1</sup> W niniejszej analizie świadomie posługujemy się terminem „struktura własnościowa spółki”, a nie np. terminem „struktura kapitału” zaproponowanym przez F. Modigliani’ego i M.H. Millera (*The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, No. 48 (June), s. 261–297). Uważamy bowiem, że mechanizm działania spółki, zasady generowania korzyści oraz dzielenia się nimi zależą w pierwszym rzędzie od struktury własności spółki, a nie od relacji pomiędzy kapitałem własnym i obcym. Zachowania i decyzje spółki to **nie postanowienia indywidualu, lecz wynik wewnętrznej gry interesów**, nie zawsze zorientowanych tylko na korzyści podatkowe.

w Europie, jak i w pozostałych regionach świata i mają określony wpływ na sposób funkcjonowania spółek, a przede wszystkim na stosunki wewnątrz korporacyjnej.

### Proces instytucjonalizacji oraz koncentracji własności korporacyjnej

Z badań przeprowadzonych przez firmę Price Waterhouse wynika, że w końcu XX wieku inwestorzy instytucjonalni posiadali średnio ok. 60% akcji w spółkach amerykańskich oraz ponad 80% akcji w spółkach brytyjskich i japońskich<sup>2</sup>. W odniesieniu do spółek amerykańskich podobne rezultaty uzyskał M. Ussem na próbie składającej się z 1000 spółek publicznych. W okresie 1985–1995 udział inwestorów instytucjonalnych w tych spółkach zwiększał się o ok. 1% rocznie i wzrósł z 43% w 1985 r. do 57% w 1995 roku<sup>3</sup>.

Proces instytucjonalizacji własności korporacyjnej dokonuje się również w Europie kontynentalnej. Wykazują to badania prowadzone w różnych krajach. Wprawdzie skupiają się one bardziej na analizie stopnia koncentracji tej własności, ale nie ulega wątpliwości, że „sprawcami” koncentracji i posiadaczami kontrolnych pakietów akcji są na ogół akcjonariusze instytucjonalni. Np. J. Franks i C. Mayer, analizując strukturę akcjonariatu w 170 spółkach niemieckich, notowanych na giełdzie we Frankfurcie nad Menem, zaobserwowali w przeważającej większości spółek (w ok. 80% badanej populacji) występowanie jednego dominującego akcjonariusza, posiadającego udział w kapitale akcyjnym większy niż 25%<sup>4</sup>. Właścicielami tych udziałów były przeważnie banki oraz inne spółki – powiązania typu holdingowego.

Szerokie badania o podobnym profilu, obejmujące 7 krajów Europy kontynentalnej, przeprowadził międzynarodowy zespół badaczy pod kierunkiem Marco Bechta. Badaniu patronowała Komisja Europejska oraz międzynarodowe porozumienie badawcze o nazwie „European Corporate Governance Network”. Raport z badań został opublikowany pod wiele mówiącym tytułem: „Mocni blockholderzy. Słabi właściciele oraz potrzeba europejskiego mandatu na jawność”<sup>5</sup>. Potwierdził on wcześniej znany fakt, że Europa kontynentalna jest strefą skoncentrowanej własności korporacyjnej w odróżnieniu od krajów o rozproszonych strukturach własności, takich jak Stany Zjednoczone oraz Wielka Brytania. Nie przypuszczano jednak, że różnice te są tak duże. Otóż okazało się, że w ponad połowie analizowanych niefinansowych spółek publicznych w Austrii, Belgii, w Niemczech i we Włoszech największy tzw. „blockholder” (pojedynczy inwestor lub grupa inwestorów działających w porozumieniu) posiada co najmniej 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariu-

<sup>2</sup> Przytocz. Za: A. Black, P. Wright, J.E. Bachman: *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001.

<sup>3</sup> M. Ussem: *Shareholders as a Strategy Asset*, „California Management Review”, Fall 1996, vol. 39, No. 1, s. 9–10.

<sup>4</sup> J. Franks, C. Mayer: *The ownership and control of German corporations*, London Business School 1994, Unpublished manuscript.

<sup>5</sup> M. Becht: *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, European Corporate Governance Network, Executive Report, October 1997.

szy<sup>6</sup>. Z kolei w przypadku spółek holenderskich, hiszpańskich i francuskich wartość mediany dla największego bloku posiadanych głosów wynosiła odpowiednio: 43,5, 34,2 i 20% – patrz tabela 1.

Tabela 1

Wartość mediany dla największego bloku głosów w niefinansowych spółkach publicznych  
– porównanie międzynarodowe

Kraj	Liczba badanych spółek	Mediana największego bloku głosów
Austria	50	52,0
Belgia	121	50,6
– BEL 20	20	45,1
Niemcy	374	52,1
– DAX 30	30	11,1
Holandia	137	43,5
Hiszpania	193	34,2
Francja – CAC 40	40	20,2
Włochy	216	54,53
WLK. Brytania	250	9,9
USA – NYSE	1309	0*
– NASDAQ	2831	0*

\* Wartość poniżej pięcioprocentowego progu jawności.

Źródło: M. Becht, A. Röell: *Blockholdings in Europe: An international comparison*, „European Economic Review” 1999, No. 43, s. 1052, tab. 1.

Tak, jak w badaniach Franksa i Mayera, tak i tutaj posiadaczami największych bloków głosów w badanych spółkach były najczęściej banki i towarzystwa ubezpieczeniowe,

<sup>6</sup> W opisywanych badaniach przyjęto słuszne – według nas – założenie, że przy ocenie stopnia koncentracji własności korporacyjnej najbardziej właściwą miarą jest siła posiadanych głosów, przy czym liczy się tutaj nie tylko większość bezpośrednia, ale również tzw. większość pośrednia, wynikająca z zawartych porozumień oraz powiązań typu holdingowego. Wynikiem takiego podejścia było zastosowanie w omówionych badaniach terminów „ostateczna siła głosów” (ultimate voting power) oraz „ostateczny pakiet głosów” (ultimate voting block). Należy dodać, że wyróżnione w analizie progi głosów przyjęto zgodnie z obowiązującą w Unii Europejskiej Dyrektywą Transparentności (The Transparency Directive) nr 88/627/EEC z dn. 12 grudnia 1988 r. Dyrektywa ta wprowadziła obowiązek ujawniania przez spółki osiągniętych w nich przez jakąkolwiek osobę prawną lub fizyczną następujących wielkości głosów: 10%, 20%, 1/3, 50% oraz 2/3. Obowiązek publikowania tych informacji musi być zrealizowany w ciągu siedmiu dni kalendarzowych. Niestety, jak piszą autorzy cyt. Raportu, w żadnym z siedmiu badanych krajów Europy kontynentalnej dyrektywa ta, a także inne regulacje w tej dziedzinie nie są w pełni przestrzegane. Szczególnie duże trudności napotkano w trakcie zbierania informacji o relacjach własnościowych w grupach kapitałowych o tzw. większości pośredniej. W sumie sytuację w zakresie jawności struktur własnościowych spółek funkcjonujących w Europie kontynentalnej oceniono jako **alarmistyczną**. Zob. M. Becht: *op.cit.*, s. 4–8.

inne spółki niefinansowe, a także przedsiębiorcze rodziny oraz państwo. Wartości mediany w przypadku drugiego i trzeciego największego akcjonariusza były w wymienionych krajach zdecydowanie niższe, co jeszcze bardziej podkreśla siłę i znaczenie dominującego inwestora.

Dane te silnie kontrastują z wynikami tych samych badań dla Wielkiej Brytanii i USA (patrz tab. 1), gdzie mediana największego akcjonariusza wynosi odpowiednio 9,9% oraz 0% (wartość mediany kształtuje się poniżej najniższego wymaganego poziomu ujawnień, tj. poniżej 5% posiadanych głosów). W przypadku Wielkiej Brytanii mediana dla drugiego i trzeciego największego akcjonariusza wynosi odpowiednio 7,3% oraz 5,2%. Oznacza to, że posiadanie kontroli nad spółką w Wielkiej Brytanii, a w jeszcze większym stopniu w USA, wymaga tworzenia koalicji kilku, a nawet kilkunastu akcjonariuszy. Podczas, gdy w USA ponad 50% spółek nie ma akcjonariusza posiadającego nawet 5% głosów, to w Austrii, Niemczech czy we Włoszech taki typ struktury własnościowej praktycznie nie występuje.

Wyniki zbliżone do rezultatów badania zrealizowanego przez Bechta uzyskali M. Facio i L.H. Lang. Na podstawie próby badawczej składającej się z 5232 europejskich spółek publicznych pochodzących z 13 krajów (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Irlandia, Niemcy, Norwegia, Portugalia, Szwecja, Szwajcaria, Włochy oraz Wielka Brytania) badacze ci stwierdzili, że aż 53,99% spółek europejskich posiada jednego dominującego właściciela<sup>7</sup>. W niektórych krajach, jak np. Irlandia oraz Wielka Brytania, dominującymi właścicielami są instytucje finansowe (fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne). Natomiast w większości badanych krajów dominujące pakiety głosów należą do niefinansowych grup kapitałowych, banków, rodzin oraz państwa. Jest rzeczą interesującą, że w rękach państwa są często największe spółki. Przykładem takich krajów są Niemcy, Francja oraz Norwegia.

W opinii wymienionych wyżej autorów szczególnie trudnym w ocenie przypadkiem są rozpowszechnione w Europie struktury piramidowe, czyli holdingi posługujące się wielopodmiotowymi łańcuchami kontroli (multiple control chains) oraz krzyżującymi się udziałami. Na przykład spółka Y jest kontrolowana przez taki łańcuch, w którym każda inna spółka ma przynajmniej 5% głosów, co oznacza, że spółka ta kontroluje bezpośrednio lub pośrednio wszystkie swoje głosy. Taki łańcuch wielopodmiotowej kontroli jest stosowany stosunkowo rzadko w Belgii, Hiszpanii i Portugalii, ale aż przez 66,07% badanych spółek w Szwecji, 51,17% w Szwajcarii i przez 41,35% we Włoszech. W sumie piramidy kontrolują w ten sposób 19,13% badanych spółek. W szczególności są one rozpowszechnione w spółkach finansowych oraz w spółkach znajdujących się pod kontrolą państwa<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> M. Facio, L.H.P. Lang: *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics” 2002, No. 65, s. 365–366.

<sup>8</sup> *Ibidem*.

Niezwykle interesującą analizę struktur własnościowych o zasięgu ogólnosiwiatowym przeprowadzili trzej badacze z Uniwersytetu Harvarda: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes oraz A. Shleifer. W oparciu o dane pozyskane z 20 największych spółek publicznych z każdego z 27 najbardziej rozwiniętych krajów świata starali się oni zidentyfikować tzw. kontrolujących akcjonariuszy w tych spółkach. Wyróżniono następujące typy akcjonariuszy: (1) rodzina lub osoba fizyczna, (2) państwo, (3) instytucje finansowe jak np. banki lub towarzystwa ubezpieczeniowe, (4) inne spółki (grupy kapitałowe), (5) pozostali (społeczności lokalne, fundacje itp.). W wyniku przeprowadzonej analizy autorzy ci stwierdzili, że w wymiarze globalnym jedynie 36% badanych spółek ma rozproszony akcjonariat (jako dolną granicę koncentracji przyjęto 20% posiadanych głosów przez tego samego inwestora – liczonych jako suma głosów bezpośrednich oraz pośrednich), 30% jest kontrolowanych przez rodziny, 15% przez inne spółki, 15% przez państwo oraz 4% przez inne podmioty. Kontrola w rękach instytucji finansowych okazała się znacznie rzadszą sytuacją niż pierwotnie sądzono<sup>9</sup>.

Jeżeli chodzi o mechanizm sprawowania kontroli, to instytucja uprzywilejowania akcji pod względem ilości głosów nie jest rozwiązaniem specjalnie preferowanym (w badanej próbie 18,6% posiadanych akcji oznaczało średnio ok. 20% posiadanych głosów). Natomiast najbardziej typową jest sytuacja polegająca na łączeniu władzy wynikającej z ilości posiadanych akcji (większość bezpośrednia) z władzą wynikającą z zastosowania struktur piramidowych (większość pośrednia). Taki mechanizm jest popularny w Europie kontynentalnej, w Azji oraz Ameryce Południowej. Na przykład rodzina Wallenbergów kontroluje w ten sposób 5 spośród 10 największych spółek w Szwecji. Kontrola jest w tym przypadku realizowana poprzez piramidę The Wallenberg Group oraz rozwiązanie zwane krzyżującymi się akcjami. Zdaniem La Porty i pozostałych współautorów przeprowadzonego badania jest to modelowy przykład odstępstwa od zasady jedna akcja – jeden głos<sup>10</sup>.

Z badań przedstawionych wyżej wynika, że struktury własnościowe spółek wyraźnie różnią się w krajach rozwiniętych gospodarczo. Mimo podobnego poziomu rozwoju w krajach Europy Zachodniej, w Stanach Zjednoczonych i w Japonii, podobnego poziomu życia, a także podobnych praktyk biznesowych, ich struktury własnościowe pozostają odmienne. Amerykański model struktury korporacji (silni menedżerowie i słabi rozproszeni właściciele), zaobserwowany w latach 30. XX wieku przez Berle i Means'a i akceptowany przez wiele dziesięcioleci w literaturze z zakresu ekonomii, finansów oraz teorii firmy, nie jest dzisiaj regułą, lecz raczej odstępstwem od reguły. W większości krajów i regionów świata własność i kontrola są bowiem dzisiaj silnie skoncentrowane (Europa kontynentalna, Azja, Ameryka Południowa i Środkowa).

<sup>9</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer: *Corporate Ownership Around the World*, „Journal of Finance”, nr 2, s. 474–513.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 484.

Krajami o względnie rozproszonej własności są jedynie kraje anglosaskie (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Irlandia, Kanada oraz Australia). W przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, gdzie własność korporacyjna znajduje się głównie w rękach funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, w pozostałych krajach rozwiniętych gospodarczo wśród właścicieli spółek dominują ich założyciele (rodziny), inne korporacje niefinansowe, banki i towarzystwa ubezpieczeniowe oraz państwo. Poza krajami anglosaskimi kontrola nad spółkami jest dodatkowo wzmocniona przez zjawisko piramid, czyli powiązane pionowo grupy kapitałowe za pomocą tzw. akcji krzyżujących się (ang. cross shareholdings).

Struktury własnościowe polskich spółek należy uznać za wysoce zbieżne ze strukturami spółek w Europie kontynentalnej. Jak wykazały badania P. Tamowicza i M. Dzierżanowskiego aż 76,7% polskich niefinansowych spółek publicznych posiadało akcjonariusza dysponującego ponad 25% pakietem głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki, 35,7% miało akcjonariusza dysponującego ponad 50% głosów. Mediana udziału największego akcjonariusza w ogólnej ilości głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy wyniosła 35,8% (z pominięciem spółek, w których pakiet kontrolny posiadał Skarb Państwa lub Narodowy Fundusz Inwestycyjny, ale po uwzględnieniu skonsolidowanych głosów założycieli – spółki rodzinne)<sup>11</sup>.

Jeszcze wyższy poziom koncentracji własności odnotowano w spółkach niepublicznych. W oparciu o próbę liczącą 560 podmiotów (wyselekcjonowaną z bazy danych Dun & Bradstreet o bezpośrednich akcjonariuszach lub udziałowcach) stwierdzono, że w połowie badanej populacji największy akcjonariusz lub udziałowiec posiadał przeciętnie 70% udziału w strukturze własnościowej spółki. A jeżeli w obliczeniach pominięto przypadki, w których największym właścicielem był Skarb Państwa lub Narodowy Fundusz Inwestycyjny, wówczas wartość mediany największych właścicieli wzrosła do poziomu 78%.

---

<sup>11</sup> Badania określone skromnie przez ich autorów jako pierwsze przybliżenie struktur własnościowych polskich spółek akcyjnych, zostały oparte na informacjach pochodzących z 210 niefinansowych spółek publicznych, w tym 190 notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz 20 spółek notowanych na rynku pozagiełdowym (według stanu na połowę listopada 2000 r.). Przeprowadzono je wzorując się na badaniach Bechta, firmowanych przez European Corporate Governance Network. Autorzy polskich badań zastrzegli się jednak, że wprawdzie zakres informacji upublicznionych przez nasze spółki, wynikający z ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118) jest – ogólnie rzecz biorąc – zgodny z europejskim standardem przyjętym w tzw. Transparency Directive, to ustalenie rzeczywistego zakresu kontroli w przypadku łańcucha podmiotów i spółek niepublicznych, kontrolujących daną półkę publiczną, nie było do końca możliwe. Obowiązki informacyjne dotyczą bowiem podmiotu dominującego w stosunku do podmiotu nabywającego akcje danej spółki, jednakże nie obligują one do ujawniania liczby akcji i głosów już posiadanych w podmiocie zależnym, nabywającym akcje spółki publicznej. Tymczasem za udziałami spółek niepublicznych – jak słusznie podejrzewają autorzy – mogą kryć się udziały akcjonariuszy indywidualnych, często powiązanych ze spółką publiczną (założyciele, pracownicy, członkowie rodziny). Nie ma również wprost sformułowanego wymogu informowania o porozumieniach o wspólnym wykonywaniu prawa głosu pomiędzy akcjonariuszami będącymi osobami fizycznymi, **co utrudnia precyzyjny pomiar tzw. ostatecznych pakietów głosów** w polskich spółkach publicznych. P. Tamowicz, M. Dzierżanowski: *Własność i kontrola polskich korporacji*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, s. 17–26.

Wartość mediany dla drugiego i trzeciego największego inwestora wynosiła we wszystkich przypadkach 0% (czyli poniżej pierwszego rejestrowanego progu ilości posiadanych akcji jakim jest 5%), co jeszcze bardziej podkreśla wysoki poziom koncentracji własności.

Najwyższy poziom koncentracji stwierdzono w spółkach z udziałem inwestora zagranicznego – mediana udziału największego akcjonariusza dla tej kategorii inwestorów wyniosła 97%. Na drugim miejscu pod względem wartości mediany dla największego akcjonariusza uplasowały się spółki krajowe jako akcjonariusze innych spółek – 67%. Wysoki poziom koncentracji występuje także w przypadku dominujących udziałów Skarbu Państwa (wartość mediany 51%) oraz osób fizycznych, czyli własności rodzinnej (50%)<sup>12</sup>. Natomiast zaangażowanie banków w strukturach własnościowych polskich spółek niefinansowych było znikome.

Ogólnie rzecz biorąc akcjonariat polskich spółek, zarówno publicznych jak i prywatnych, jest silnie skoncentrowany i znajduje się w rękach zagranicznych i krajowych przedsiębiorstw oraz osób fizycznych. Banki nie są popularnym rodzajem akcjonariusza w polskich spółkach. Systematycznie zwiększa się natomiast udział innych akcjonariuszy finansowych, w szczególności tzw. otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Według stanu na koniec maja 2007 roku polskie OFE dysponowały aktywami o wartości ok. 134 mld zł, przy czym ok. 40% tych aktywów jest ulokowana w akcjach spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych<sup>13</sup>. Jest to jeden z kluczowych przejawów procesu instytucjonalizacji własności korporacyjnej w Polsce, o istotnym znaczeniu nie tylko dla managementu i pozostałych akcjonariuszy tych spółek, ale także dla całej problematyki ładu korporacyjnego w Polsce.

### Przyczyny odmienności struktur własnościowych w różnych krajach i regionach świata

Wracając do kwestii odmienności struktur własnościowych spółek funkcjonujących w Europie kontynentalnej, Azji i Ameryce Południowej oraz struktur spółek działających w krajach anglosaskich interesujące wydaje się być poszukiwanie przyczyn tej odmienności. Można mówić o dwóch kierunkach myślenia w tym zakresie. **Pierwszy**, wywodzący się z **teorii ekonomii** oraz **teorii finansów**, traktuje strukturę własnościową jako jeden z pierwotnych i zasadniczych determinantów ładu wewnątrz korporacyjnego oraz zachowań spółki<sup>14</sup>. Koncentracja własności sama w sobie nie jest czymś negatywnym. Przeciwnie, motywuje dużych akcjonariuszy do aktywności w spółce oraz stałego monitorowania zarządzających. Zamiast opcji „wyjście ze spółki” pojawia się opcja aktywnego udziału

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 15–16.

<sup>13</sup> Jednym z wielu przykładów jest Sfinks Polska SA, w której (wg stanu na dzień 16.02.2009) 11,79% akcji należało do Commercial Union OFE, a 5,12% do OFE Polsat. Źródło: <http://www.sfinks.pl>.

<sup>14</sup> A. Shleifer, R.W. Vishny: *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52(2), s. 737–783.

w walnych zgromadzeniach oraz głosowaniach. Z drugiej strony, akcjonariusze inwestujący znaczną część swoich zasobów w pojedynczą spółkę będą preferować mniej ryzykowne strategie rozwoju spółki<sup>15</sup>. Ale równocześnie skoncentrowane struktury własnościowe mogą zmniejszyć koszty koordynowania różnych transakcji oraz koszty pozyskania kapitału obcego.

Według teorii ekonomii istnieje coś, co można nazwać optymalną strukturą własnościową dla danego rodzaju działalności gospodarczej. Spółki dość często powielają te struktury, gdyż wierzą, że są to rozwiązania przyczyniające się do poprawy ich efektywności i konkurencyjności. Na przykład ugruntowało się przekonanie, że rozproszony akcjonariat oraz upublicznienie spółki jest optymalnym modelem własnościowym dla dużych, silnie zdywersyfikowanych korporacji<sup>16</sup>. Ponadto istnieje też coś, co można nazwać silnym uwarunkowaniem historycznym lub regionalnym. Przykładem są europejskie struktury własnościowe, które mimo dominacji jednego lub kilku akcjonariuszy wcale nie preferują tylko tej grupy interesów. Odwrotnie, potrafią dostrzegać i tworzyć koalicje z innymi grupami interesów, przyjmując przy tym za swój cel zasadniczy przetrwanie spółki oraz rozwój jej własnego bogactwa<sup>17</sup>. To bogactwo jest tutaj rozumiane nie tylko jako zasoby finansowe, ale także jako zasoby ludzkie oraz technologiczne. Podobnie ryzyko nie jest tutaj definiowane tylko jako „ryzyko typu beta”, ale w znacznie szerszym wymiarze.

**Drugim** kierunkiem myślenia w interpretowaniu różnic narodowych pomiędzy strukturami własnościowymi spółek jest tzw. **podejście regulacyjne**, wywodzące się z **nauk prawnych** oraz z tzw. **teorii instytucjonalnej**. Zakłada ono, że struktury własnościowe korporacji są kształtowane w pierwszym rzędzie przez określone rozwiązania prawne. Rozwiązania te wręcz kreują pewne struktury w jednym kraju, podczas gdy w innym te same rozwiązania są zabronione. Na przykład, jak już wcześniej stwierdziliśmy, amerykańskim bankom prawo zabrania kupowania udziałów w dużych holdingach przemysłowych, podczas gdy w Niemczech nie ma takich ograniczeń. Tutaj banki zawsze zresztą przejawiały aktywną rolę w rozwoju przemysłu i nadal kontynuują swoje zaangażowanie kapitałowe w największych niemieckich korporacjach. Zespół badawczy pod kierunkiem La Porty zidentyfikował 13 krajów (spośród 27 badanych), w których funkcjonują tzw. silne grupy bankowe. Grupom tym zezwala się tam na inwestowanie w firmy przemysłowe nawet ponad 60% ich aktywów. Do takich krajów zalicza się: Austrię, Finlandię, Francję, Holandię, Hiszpanię, Niemcy, Grecję, Irlandię, Izrael, Koreę Południową, Nową Zelandię, Szwajcarię oraz Wielką Brytanię. Pozostałe 14 krajów posiada „słabe banki” – są to takie kraje, jak:

<sup>15</sup> E.F. Fama, d M.C. Jensen: *Agency problems and residual claims*, „Journal of Law and Economics”, June 1983, s. 327–349.

<sup>16</sup> *Ibidem*.

<sup>17</sup> T. Pedersen, S. Thomson: *European patterns of corporate ownership: a twelve country study*, „Journal of International Business Studies”, Winter 1997, vol. 28, No. 4, s. 1–13.



Argentyna, Australia, Belgia, Dania, Hong Kong, Japonia, Kanada, Meksyk, Norwegia, Portugalia, Singapur, Szwecja, Włochy oraz Stany Zjednoczone<sup>18</sup>.

Amerykańskim bankom, towarzystwom ubezpieczeniowym oraz funduszom emerytalnym zabrania się też udziału w strukturach typu holdingowego i związanych z tymi strukturami łańcuchach wzajemnej kontroli – tworzenie bloków akcji. Historycznie ukształtowaną regułą korporacyjną w tym kraju jest bowiem zasada „jedna akcja – jeden głos”. Polityka zapobiegania tworzeniu się bloków akcji oraz bloków głosów jest zresztą rozwiązaniem typowym dla krajów zapewniających silną ochronę mniejszościowym akcjonariuszom. Konsekwencją braku dobrej ochrony prawnej mniejszości jest, według M. Roe, wysoki stopień koncentracji własności korporacyjnej. Stany Zjednoczone odznaczają się relatywnie wysokim stopniem rozproszenia akcjonariatu właśnie dzięki zdecydowanym regulacjom w zakresie ochrony mniejszości<sup>19</sup>. Taka ochrona w połączeniu z zasadą „jedna akcja – jeden głos” ma dodatkowo jeszcze inną istotną zaletę, a mianowicie rozwija rynki kapitałowe oraz zapewnia ich odpowiednią płynność. Kraje, które zabraniają posiadania krzyżujących się akcji mają znacznie płynniejsze rynki kapitałowe. Chociaż te regulacje nie zawsze są skuteczne. W Japonii mechanizm funkcjonowania krzyżujących się akcji rozwinął się mimo wydanego zakazu prawnego, gdyż został tam uznany za najbardziej skuteczne narzędzie ochrony przed wrogimi przejęciami<sup>20</sup>.

Zwolennicy podejścia regulacyjnego podkreślają, że aby przyjmowane regulacje prawne mogły skutecznie wpływać na kształt struktur własnościowych, muszą być traktowane kompleksowo i wzajemnie skorelowane. I tak np. przepisy o ochronie mniejszości mogą „przegrać” z przepisami podatkowymi, które dopuszczają tzw. skonsolidowaną rachunkowość. Wówczas właściciele posiadający udziały w różnych spółkach mogą uznać, że łączne wykazanie tych udziałów będzie dla nich rozwiązaniem bardziej korzystnym z powodu spodziewanych oszczędności podatkowych.

### **Niebezpieczeństwo nadużyć ze strony dominujących akcjonariuszy**

Zasady działania spółek akcyjnych są tak skonstruowane, że większość kapitałowa odnosi odpowiednio większe korzyści finansowe (stosownie do wniesionego wkładu oraz ponoszonego ryzyka). Zasady tej nikt oczywiście nie kwestionuje. Problem pojawia się jednak wtedy, gdy dominujący lub większościowi akcjonariusze przejmują kontrolę, czyli władzę nad spółką i dążą do uzyskania dodatkowych korzyści niezgodnych z interesem spółki oraz interesami mniejszościowych akcjonariuszy.

<sup>18</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer: *op.cit.*, s. 508.

<sup>19</sup> M. Roe: *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton (N. J.) 1994.

<sup>20</sup> R. Morck, M. Nakamura: *Banks and corporate control in Japan*, „Journal of Finance” 1999, No. 54, s. 319–339.

Jednym z takich zachowań jest **tunelowanie** (ang. tunneling)<sup>21</sup>. Definiuje się je jako transfer aktywów i zysków ze spółki, zwiększający korzyści dominujących akcjonariuszy. Zasadniczo może ono przybierać dwie formy. Do pierwszej grupy zachowań tego typu zalicza się transakcje z samym sobą (ang. self-dealing transactions), oznaczające zwykłą grabież aktywów spółki, zawsze nielegalną, ale nie zawsze karaną z powodu ich niewykrycia. Do tej kategorii tunelowania zalicza się również transakcje pomiędzy spółkami powiązаныmi kapitałowo pod postacią sprzedaży aktywów czy zawierania kontraktów niekorzystnych dla danej spółki, udzielanie ryzykownych gwarancji lub poręczeń przez daną spółkę podmiotom związanym z dominującym akcjonariuszem, nadmierne wynagrodzenia dla członków zarządu spółki (zazwyczaj powiązanego z dominującym akcjonariuszem), a także wykorzystywanie innych możliwości i okazji związanych z działalnością spółki dla szybkiego bogacenia się. Do drugiej grupy zachowań, określanych mianem tunelowania, zalicza się zwiększanie udziału dominującego akcjonariusza w spółce poprzez fikcyjne emisje i fikcyjne nabywanie akcji, emisje zamknięte, blokowanie inwestycji korzystnych dla przyszłej pozycji konkurencyjnej spółki oraz inne zachowania dyskryminujące mniejszość kapitałową.

Do tej grupy zachowań należy także „**wypychanie**” **akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki** (ang. squeezing out). Akcjonariusze większościowi dość często uskarżają się na tzw. szantaż korporacyjny, który polega – ich zdaniem – na tym, że mniejszość kapitałowa blokuje realizację uchwał większości zgłaszając na walnym zgromadzeniu sprzeciw wobec tych uchwał, a następnie zaskarżając je do sądu. Akcjonariusze większościowi, chcąc zatem przyspieszyć i usprawnić procesy decyzyjne w spółce, są niejako zmuszeni do sięgania po **instytucje przymusowego wykupu akcji**. Taki wykup odbywa się niezależnie od woli mniejszościowych akcjonariuszy, przy czym pod pojęciem „mniejszościowy akcjonariusz” rozumie się najczęściej akcjonariusza posiadającego nie więcej niż 5% kapitału zakładowego spółki. Ustawodawcy na ogół zabezpieczają interesy mniejszościowych akcjonariuszy w tych sytuacjach w ten sposób, że określają minimalny poziom ceny za akcje należące do akcjonariuszy mniejszościowych. Tym minimum jest najczęściej średnia cena rynkowa z okresu poprzedzającego wykup<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Termin „tunelowanie” w znaczeniu przesuwania zasobów podziemnym tunelem został użyty przez zespół autorski S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes i A. Shleifer dla opisu transferu aktywów i zysków z firm, jaki dokonał się w trakcie programu powszechnej prywatyzacji majątku państwowego w Czechach, zwanego kuponovką. Zob. tychże autorów oprac. *Tunneling*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7523, <http://www.uber.org/papers/w7523>, Cambridge (MA), February 2000, s. 2.

<sup>22</sup> Instytucja przymusowego wykupu akcji została przewidziana również w polskim prawie spółek, podobnie jak w kilku innych krajach Unii Europejskiej (Holandia, Belgia, Portugalia). Według polskiego kodeksu spółek handlowych (Ustawa z 15 września 2000 r., *op.cit.*, art. 418–419) dotyczy ona sytuacji, gdy jeden bądź nie więcej niż pięciu akcjonariuszy posiadających nie mniej niż 9/10 kapitału zakładowego, zamierzają wykupić akcje, które reprezentują mniej niż 5% kapitału zakładowego spółki. To rozwiązanie ma umożliwić stworzenie tzw. „zamkniętej” spółki akcyjnej i ma na celu przekształcenie spółki „otwartej” w spółkę prywatną lub rodzinną. Przepisy te nie dotyczą spółek publicznych.

Obok tunelowania aktywów oraz „wypychania” mniejszościowych akcjonariuszy, akcjonariuszom dominującym przypisuje się też inne zachowanie godzące w interes spółki oraz w interesy jej mniejszościowych akcjonariuszy. Jest nim wykorzystywanie **informacji poufnej**, czyli wewnętrznej na rynku kapitałowym. Chodzi o obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi w oparciu o informacje poufne, do których mają lub mogą mieć dostęp jedynie tzw. **insiderzy**. Pod pojęciem „insiderów” rozumie się członków organów zarządzających i nadzorczych spółki oraz jej pracowników, mających szczególną wiedzę o okolicznościach związanych z działalnością spółki. Wiedza ta ma charakter poufny dopóty, dopóki nie zostanie przekazana do wiadomości publicznej, a po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę akcji danego emitenta lub cenę innych instrumentów finansowych związanych z jego działalnością.

Obrót akcjami w oparciu o informacje poufne przynosi zatem korzyść niektórym inwestorom, a równocześnie niszczy zaufanie innych, tworząc tym samym barierę dla sprawnego działania rynku. Jednym z warunków tej sprawności jest bowiem równy dostęp do informacji dla wszystkich inwestorów.

Wszystkie omówione wyżej zachowania dominujących akcjonariuszy mają miejsce w większości spółek akcyjnych w Zachodniej i Wschodniej Europie oraz w Azji i Ameryce Łacińskiej<sup>23</sup>. Zdaniem wyspecjalizowanych w tej dziedzinie badaczy są one w pierwszym rzędzie skutkiem wysokiego stopnia koncentracji własności korporacyjnej. Drugą przyczyną jest relatywnie słaba ochrona prawna akcjonariuszy mniejszościowych oraz kredytobiorców<sup>24</sup>. Istotne znaczenie ma też łagodne traktowanie tych zachowań przez sądy niektórych krajów.

W zakończeniu tej części rozważań warto podkreślić, że koncentracja własności korporacyjnej, z jaką mamy do czynienia w Europie kontynentalnej (a także w Azji), niewątpliwie sprzyja nadużywaniu swej pozycji w spółce przez akcjonariuszy większościowych. Równocześnie, dla pełnego obrazu zjawiska, trzeba jednak dodać, że koncentracja własności ma też kilka cech dodatnich. Przede wszystkim wzmacnia ona zainteresowanie właścicieli jakością i efektywnością funkcjonowania spółki. Właściciele skoncentrowani, dominujący, w przeciwieństwie do właścicieli rozproszonych, są postrzegani jako aktywni, zaangażowani, często ingerujący oraz systematycznie kontrolujący efekty pracy mianowanych przez nich menedżerów. Skoncentrowana własność korporacyjna na pewno zbliża – jak zauważają niektórzy – interesy wiodących właścicieli i menedżerów<sup>25</sup>, ale też wymusza

---

<sup>23</sup> Szerzej na temat nadużyć dominujących akcjonariuszy w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych w polskich spółkach publicznych pisze interesująco K. Postrach. Zob. tegoż autora: *Cele i zachowania dominujących akcjonariuszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 10, s. 16–19. W literaturze polskiej jednym z nielicznych opracowań na temat tunelowania jest artykuł K. Zalegi: *Tunelowanie, czyli transfer aktywów i zysków z korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 3, s. 77–82.

<sup>24</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny: *Law and finance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52, s. 1131–1150.

<sup>25</sup> C.M. Daily, D.R. Dalton, N. Rajagopalan: *Governance through ownership: centuries of practice, decades of research*, „Academy of Management Journal” 2003, No. 2, s. 151–158.

wyższy poziom profesjonalizmu w zarządzaniu spółką. Nowi aktywni właściciele, którymi są najczęściej instytucje takie jak banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz inne spółki przywracają więc nie tylko tradycyjną władzę akcjonariuszy w spółkach, ale kształtują też nowy, znacznie wyższy poziom odpowiedzialności menedżerów spółek.

### Podsumowanie

Przeprowadzone rozważania wykazały, że struktury własnościowe współczesnych spółek akcyjnych podlegają daleko idącym zmianom. Zmiany te sprowadzają się do dwóch zasadniczych kierunków, a mianowicie do procesu instytucjonalizacji własności korporacyjnej oraz do jej koncentracji.

Oba kierunki zmian zostały potwierdzone przez liczne projekty badawcze, zrealizowane zarówno w Europie, jak również w Stanach Zjednoczonych. Podobne tendencje zaobserwowano również w strukturach własnościowych polskich spółek publicznych (badania P. Tamowicza i M. Dzierżanowskiego z Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową).

W trakcie analizowania zmian w strukturach własnościowych współczesnych spółek stwierdzono również utrzymującą się odmienną tych struktur w Europie kontynentalnej oraz w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Proces instytucjonalizacji własności korporacyjnej postępuje wszędzie. Jeżeli jednak w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w strukturach własnościowych spółek dominują instytucje takie jak fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz fundusze ubezpieczeniowe, to w Europie kontynentalnej instytucjami tymi są przede wszystkim banki oraz inne spółki, czyli grupy kapitałowe. Europa kontynentalna charakteryzuje się też znacznie wyższym poziomem koncentracji własności korporacyjnej, co rodzi z kolei niebezpieczeństwo nadużyć ze strony dominujących akcjonariuszy, takich jak tunelowanie oraz „wypychanie” akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki. Niebezpieczeństwa te potęguje stosunkowo słabsza ochrona prawna interesów akcjonariuszy mniejszościowych w porównaniu z analogicznymi regulacjami brytyjskimi i amerykańskimi.

### Literatura

- Becht M.: *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, European Corporate Governance Network, Executive Report, October 1997.
- Black A., Wright P., Bachman J.E.: *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001.
- Daily C.M., Dalton D.R., Rajagopalan N.: *Governance through ownership: centuries of practice, decades of research*, „Academy of Management Journal” 2003, No. 2.
- Facio M., Lang L.H.P.: *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics” 2002, No. 65.
- Fama E.F., Jensen M.C.: *Agency problems and residual claims*, „Journal of Law and Economics”, June 1983.

- Franks J., Mayer C.: *The ownership and control of German corporations*, London Business School 1994, Unpublished manuscript.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.: *Corporate Ownership Around the World*, „Journal of Finance”, nr 2.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Law and finance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52.
- Modigliani F., Miller M.H.: *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, No 48 (June).
- Morck R., Nakamura M.: *Banks and corporate control in Japan*, „Journal of Finance” 1999, No. 54.
- Pedersen T., Thomson S.: *European patterns of corporate ownership: a twelve country study*, „Journal of International Business Studies”, Winter 1997, vol. 28, No. 4.
- Ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, znowelizowany w 2003 r., DzU 2003, nr 49, poz. 408.
- Postrach K.: *Cele i zachowania dominujących akcjonariuszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 10.
- Roe M.: *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton (N. J.) 1994.
- Shleifer A., Vishny R.W.: *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52(2).
- Tamowicz P., Dzierżanowski M.: *Własność i kontrola polskich korporacji*, Instytut Badań na Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.: *Tunneling*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7523, Cambridge (MA), February 2000.
- Ussem M.: *Shareholders as a Strategy Asset*, „California Management Review”, Fall 1996, vol. 39, No. 1.
- Zalegi K.: *Tunelowanie, czyli transfer aktywów i zysków z korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2002, nr 3.

*dr hab., profesor nadzw. UŁ, Jan Jeżak*  
*Uniwersytet Łódzki*  
*Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem*

### Streszczenie

Celem opracowania była analiza zmian w strukturach własnościowych współczesnych spółek akcyjnych oraz ocena wpływu tych zmian na stosunki wewnątrz korporacyjne.

W pierwszej części opracowania przedstawiono proces zmian, jaki dokonuje się w spółkach europejskich i światowych od co najmniej trzydziestu lat. Chodzi o proces instytucjonalizacji własności korporacyjnej, a w ślad za tym o postępującą koncentrację tej własności. Natomiast w drugiej części opracowania skoncentrowano się na wynikających z powyższych procesów niebezpieczeństwie nad-

użyć ze strony dominujących akcjonariuszy, którzy dysponują nie tylko dominującym udziałem we własności, ale sprawują także pełną kontrolę nad sposobem funkcjonowania spółki. Sytuacja ta ma daleko idący wpływ na stosunki wewnątrz korporacyjne, w tym zwłaszcza na ochronę interesu spółki oraz interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Całość opracowania zakończono przypomnieniem wniosków z całości przeprowadzonych rozważań.

**CHANGES IN OWNERSHIP STRUCTURES OF COMPANIES  
AND THEIR IMPACT ON THE RELATIONSHIPS INTRA-CORPORATE  
– TRENDS IN EUROPEAN AND WORLD**

**Summary**

The main aim of the study was to analyze changes in ownership structures of modern joint-stock companies and assess their impact on relations intra-corporate.

In the first part of the paper presents the process of change that is occurring in European and global companies for at least thirty years. It is a process of institutionalization of corporate ownership, and the progressive concentration of ownership. In the second part focuses on the development of these processes, resulting danger of abuse by dominant shareholders, who have not only a dominant share in the ownership, but also take full control over the functioning of the company. This situation has a strong influence on relations intra-corporate, especially to protect the interests of the company and the interests of minority shareholders.

At the end of the article author reminded conclusions of his paper.