

Rozdział I. Mechanizmy zwiększające kontrolę w świetle analizy ekonomicznej

§ 1. Wprowadzenie

Rozpoczynając rozważania dotyczące proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a wpływem akcjonariuszy na spółkę oraz odstępstw od tej proporcjonalności, określanych w literaturze przedmiotu jako **mechanizmy zwiększające kontrolę**¹, w pierwszej kolejności warto odwołać się do instrumentarium teorii ekonomii oraz ekonomicznej analizy prawa – *law & economics*. Ekonomia tworzy ramy dyskusji nad celowością określonych rozwiązań, stanowi również istotne wprowadzenie do *stricte* prawnych analiz zawartych w dalszych częściach niniejszej publikacji.

Obszerna literatura ekonomiczna poświęcona mechanizmom zwiększającym kontrolę skupia się wokół kilku powiązanych ze sobą zagadnień². Część analiz akcentuje problematykę maksymalizacji wartości spółki (*shareholder value*), głównie przez pryzmat przejęć spółek giełdowych, a tym samym odpowiedniej alokacji kontroli. Inne analizy kładą nacisk na wewnętrzne konflikty pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w spółkę oraz problem ochrony inwestora, natomiast w jeszcze innych pracach wykorzystanie ujęcia ekonomicznego ma na celu udzielenie odpowiedzi na pytanie dotyczące wpływu regu-

¹ Precyzyjna definicja oraz typologia mechanizmów zwiększających kontrolę przedstawione zostały w rozdz. III, § 2. W tym miejscu warto podkreślić, że w literaturze ekonomicznej rozważania w zakresie odstępstw od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu ogniskują się głównie na problematyce akcji o zróżnicowanych uprawnieniach (w szczególności w modelowym ujęciu zestawiane są akcje dających prawo głosu oraz akcje nieme). Przede wszystkim przez pryzmat takich rozwiązań należy odczytywać zawarte w niniejszym rozdziale analizy ekonomiczne z tym zastrzeżeniem, że tezy zasadniczo mają również analogiczne zastosowanie do pozostałych mechanizmów zwiększających kontrolę.

² Zob. przegląd analiz ekonomicznych poświęconych mechanizmom zwiększającym kontrolę, w: M. Burkart, S. Lee, *One Share – One Vote: The Theory*, Review of Finance 2008, vol. 12, s. 1–49; R. Adams, D. Ferreira, *One Share – One Vote: The Empirical Evidence*, Review of Finance 2008, vol. 12, s. 51–91.

lacji w zakresie mechanizmów zwiększających kontrolę na ukształtowanie się określonych struktur własności i optymalizację finansowania podmiotów gospodarczych, a tym samym na rozwój rynku kapitałowego oraz wzrost gospodarczy.

Punktem wyjścia dla analiz ekonomicznych poświęconych mechanizmom zwiększającym kontrolę jest dokonanie opisu modeli *corporate governance* występujących w gospodarkach wolnorynkowych. Problematyka ta scharakteryzowana została w drugiej części niniejszego rozdziału. W dalszej kolejności, przez pryzmat polskiego modelu ładu korporacyjnego, przedstawione zostały najważniejsze zagadnienia ekonomiczne związane z proporcjonalnością pomiędzy kapitałem a kontrolą w spółce, tzn. rynek przejęć spółek (Część III), konflikty interesów pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w działalność spółki (Część IV) oraz kwestie związane z optymalizacją regulacji w kontekście struktury własności oraz sposobów finansowania podmiotów gospodarczych (Część V).

§ 2. Polski system *corporate governance* w ujęciu porównawczym

I. Systemy ładu korporacyjnego na świecie

Na świecie występuje szerokie spektrum systemów ładu korporacyjnego³. Każda gospodarka ma swoją specyfikę, na którą składają się, m.in. dominujące

³ W literaturze zasadniczo nie występuje jedna dominująca definicja pojęcia ładu korporacyjnego (*corporate governance*). W niniejszej publikacji przyjęto szerokie ujęcie, zgodnie z którym mianem ładu korporacyjnego określić należy system instytucji formalnych oraz nieformalnych w spółkach akcyjnych (zwłaszcza spółkach giełdowych), które służą temu, aby dostarcyciele kapitału (inwestorzy) otrzymali należny zwrot ze swojej inwestycji. Podobnie *corporate governance* określają, m.in. A. Shleifer, R.W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance 1997, vol. 52, No. 2, s. 737. Definicja ta odwołuje się do ekonomicznego sensu rynku finansowego (a tym samym rynku kapitałowego, który stanowi jego segment), który określić można jako rynek, na którym przedmiotem obrotu jest pieniądz w formie wolnych środków pieniężnych, udostępniany przez podmioty nadwyżkowe (inwestorów) na rzecz podmiotów poszukujących finansowania (podmioty deficytowe – emitenci). Inwestorzy czasowo rezygnują z wykorzystania wolnych środków pieniężnych w zamian za zwrot z inwestycji, którym jest stopa procentowa (stopa zwrotu) – środki pieniężne przechodzą do emitentów, natomiast emitenci przekazują inwestorom określone instrumenty finansowe. Por. J. Czekał, J. Raganiewicz, w: J. Czekał (red.), Rynki, instrumenty i instytucje finansowe, Warszawa 2008, s. 4–6. Szerzej na temat definicji poję-

sposoby finansowania dużych przedsiębiorstw, rozmiary rynku kapitałowego czy też prawne aspekty ochrony inwestora. W literaturze w ogólnym ujęciu wskazuje się na dwa podstawowe rodzaje systemów (modeli) *corporate governance*, wyróżniane z uwagi na najważniejsze kryterium, jakim jest struktura własności spółek giełdowych – system o rozproszonej strukturze własności oraz system o skoncentrowanej strukturze własności⁴.

Pierwszy model charakteryzuje się znaczną atomizacją struktury własności. Rozproszenie akcjonariatu implikuje, że w wielu spółkach duża część akcji znajduje się w posiadaniu akcjonariuszy mniejszościowych, którzy pojedynczo nie są w stanie wywierać istotnego wpływu na spółkę czy też forsować swoich rozwiązań. Występowanie dominujących akcjonariuszy, którzy dysponują znacznymi pakietami akcji, należy raczej do rzadkości. Biegunowo przeciwnym systemem jest ten o skoncentrowanej strukturze własności – w tym przypadku w większości spółek występuje akcjonariusz (bądź kilku akcjonariuszy), który dysponuje dużym pakietem akcji, pozwalającym na sprawowanie pełnej kontroli nad spółką, albo przynajmniej na wywieranie na spółkę znaczącego wpływu.

Pierwszy z wymienionych modeli – o rozproszonej strukturze własności – jest właściwy głównie dla Stanów Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii, drugi model – o skoncentrowanej strukturze własności – występuje w większości krajów świata, w szczególności w krajach Europy kontynentalnej. Wyodrębnienie wskazanych systemów znajduje silne poparcie w analizach empirycznych. Kompleksowe badania z drugiej połowy lat 90. wykazały dużą koncentrację własności w krajach europejskich – mediana siły głosu⁵ głównego akcjonariusza wynosiła kolejno 52% ogólnej liczby głosów w Austrii, 56% w Belgii, 57% w Niemczech, 34,5% w Hiszpanii, 20% we Francji, 54,5% we Włoszech,

cia *corporate governance* zob. K. Oplustil, Instrumenty nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) w spółce akcyjnej, Warszawa 2010, s. 3–12.

⁴ Fundamentalnie na ten temat: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, Corporate Ownership Around the World, The Journal of Finance 1999, vol. 54, No. 2, s. 471–517.

⁵ Mediana jest to miara statystyczna udzielająca odpowiedzi na pytanie o to, jaka jest środkowa wartość w szeregu statystycznym ułożonym od najmniejszej do największej obserwacji. W badanej populacji jest dokładnie tyle samo obserwacji o wartości większej od mediany co obserwacji o wartości mniejszej od mediany – innymi słowy 50% obserwacji ma wartość większą niż mediana. Podobną miarą są kwartyle, które dzielą szereg statystyczny w jednej czwartej (kwartyl pierwszego rzędu) lub w trzech czwartych (kwartyl trzeciego rzędu). Szerzej na temat tych pojęć zob. np. B. Podolec, w: M. Woźniak (red.), Statystyka ogólna, Kraków 2002, s. 39 i nast.

43,5% w Holandii oraz 34,9% w Szwecji⁶. W krajach tych w znacznej części spółek występował akcjonariusz dysponujący samodzielnie co najmniej 50% głosów na walnym zgromadzeniu – taki podmiot był w 68% spółek w Austrii, 65,7% spółek w Belgii, 64,2% spółek w Niemczech, 32,6% spółek w Hiszpanii 56,1% spółek we Włoszech, 39,4% spółek w Holandii, oraz 26,3% spółek w Szwecji⁷. Sytuacja w Stanach Zjednoczonych oraz w Wielkiej Brytanii jest natomiast diametralnie inna – w Wielkiej Brytanii mediana siły głosu głównego akcjonariusza wynosiła jedynie 9,9%, natomiast w Stanach Zjednoczonych kolejno 5,4% na giełdzie nowojorskiej oraz 8,6% na rynku NASDAQ. Tylko w 2,4% spółek brytyjskich, 1,7% spółek z giełdy nowojorskiej oraz 2,1% spółek z NASDAQ występował akcjonariusz posiadający ponad 50% ogólnej liczby głosów⁸. Warto dodatkowo zwrócić uwagę, że na giełdach amerykańskich jedynie w 47,2% spółek na giełdzie nowojorskiej oraz w 45,6% spółek na NASDAQ występował pojedynczy akcjonariusz posiadający co najmniej 5% głosów – tym samym było relatywnie mniej spółek amerykańskich z głównym akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów niż spółek notowanych w wielu krajach europejskich z akcjonariuszem posiadającym 50% głosów⁹.

Powyższe dane jasno wskazują na duże różnice w systemach ładu korporacyjnego pomiędzy krajami o rozproszonej strukturze własności, tzn. przede wszystkim Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią, a większością innych krajów świata. Pomimo faktu, że same w sobie wolnorynkowe systemy gospodarcze są do siebie zasadniczo zbliżone (zwłaszcza opisywane kraje charakteryzujące się wysokim stopniem rozwoju społeczno-gospodarczego), struktura własności, a tym samym sposoby funkcjonowania dużych przedsiębiorstw, wykazują znaczne rozbieżności.

Istotna część dyskusji w światowej literaturze poświęconej *corporate governance* dotyczy genezy opisanych powyżej różnic. Za najbardziej przekonujące uznać należy wyjaśnienie opierające się na analizie historyczno-ekonomicznej, zgodnie z którą rozproszona struktura własności spółek wykształciła się głównie w drugiej połowie XIX w., na skutek przede wszystkim liberalnego podejścia legislacyjnego do problematyki prawa giełd papierów wartościowych.

⁶ M. Becht, C. Mayer, w: F. Barca, M. Becht (red.), *The Control of Corporate Europe*, New York 2001, s. 19. Zob. też wstępne wyniki badań, w: M. Becht, A. Röell, *Blockholding in Europe: An international comparison*, *European Economic Review* 1999, vol. 43, s. 1049–1056.

⁷ F. Barca, M. Becht (red.), *The Control*, Appendix III. Comparative Tables, Table AIII.2.

⁸ *Ibidem*, Table AIII.1–A.III.2.

⁹ *Ibidem*.

wych, samoregulacji (*self-regulation*), która była w stanie w sposób szybki oraz efektywny reagować na potrzeby oraz nowe zjawiska rynkowe oraz z uwagi na napływ znaczącego kapitału inwestycyjnego (Stany Zjednoczone)¹⁰. W tym kontekście istotny jest także efekt „zależności od ścieżki” (*path dependence*), tzn. wpływ pewnych warunków wyjściowych (pierwotnych) na ukształtowanie się danego zjawiska w dłuższym okresie czasu¹¹. W takim ujęciu sytuacja ekonomiczna oraz prawna przełomu XIX oraz XX w., która w większym stopniu sprzyjała wykształceniu się rozproszonego akcjonariatu w Stanach Zjednoczonych, a w mniejszym w krajach Europy kontynentalnej, przełożyła się na dalszą ewolucję modeli struktury własności oraz utrwalanie się odrębnych rozwiązań w poszczególnych krajach. Co istotne, efekt *path dependence* powoduje nie tylko petryfikację danego modelu poprzez decyzje podejmowane przez uczestników rynku, ale również może pociągać za sobą wpływ na odpowiednie ukształtowanie otoczenia prawnego, co dodatkowo utrwala istniejący model¹².

W literaturze pojawiły się również inne koncepcje tłumaczące różnice w systemach ładu korporacyjnego. Bardzo często wykształcenie rozproszonej struktury własności przypisywane jest standardowi ochrony inwestora, poglądy te zdają się jednak w niewystarczającym stopniu uwzględniać aspekty historyczne (zwłaszcza zależność od ścieżki oraz fakt, że modele struktur własności wykształciły się dużo wcześniej niż współczesne regulacje w zakresie ochrony inwestora) oraz to, iż określone problemy związane z ochroną inwestorów zależą ściśle od modelu ładu korporacyjnego¹³. Ponadto późniejsze ana-

¹⁰ Tak fundamentalnie o przyczynach wykształcenia się rozproszonej struktury własności spółek giełdowych w Stanach Zjednoczonych *J.C. Coffee*, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, *The Yale Law Journal* 2001, vol. 111, No. 1, s. 1–82.

¹¹ Na temat zależności od ścieżki w kontekście ukształtowania się systemów struktury własności w spółkach giełdowych w gospodarkach wolnorynkowych zob. *L.A. Bebchuk, M.J. Roe*, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, *Stanford Law Review* 1999, vol. 52, s. 127–170.

¹² Zob. *L.A. Bebchuk, M.J. Roe*, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, *Stanford Law Review* 1999, vol. 52, s. 129 i nast. Autorzy ci wyróżniają tym samym *structure-driven path dependence* oraz *rule-driven path dependence*. Pierwsza kategoria oddziałuje na zachowania uczestników rynku, podczas gdy druga na kształt otoczenia prawnego. Innymi słowy, sam fakt wykształcenia się w danym kraju określonego modelu struktury własności, będzie w pewnym stopniu wpływał na kształt regulacji, co scementuje ten model.

¹³ Obszerna analiza empiryczna uwzględniająca dane z 49 krajów, której tezy sprowadzały genezę rozproszonej własności do problematyki ochrony inwestora, ukazała się pod koniec lat 90. XX w. w szeroko komentowanym i uznanym przez wielu za przełomowy cykl artyku-

lize empiryczne nie wskazywały na jednoznaczną zależność pomiędzy ochroną inwestora a wykształceniem się modelu o rozproszonej strukturze własności, czy też rozwojem rynku kapitałowego¹⁴. Jeszcze inne badania wiążą niekiedy genezę struktury własności z silną regulacją¹⁵, ładem politycznym w danym kraju¹⁶, instytucjami nieformalnymi gospodarki¹⁷ czy też zakresem pry-

łów. Zob. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Law and Finance*, The Journal of Political Economy 1998, vol. 106, Issue 6, s. 1113–1155; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics 2000, vol. 58, Issues 1–2, s. 3–27; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, The Journal of Finance 1997, vol. 52, No. 3, s. 1131–1150. Analizy te nie uwzględniały jednak specyfiki różnych systemów ładu korporacyjnego, podchodząc do problematyki ochrony inwestora głównie przez pryzmat systemów o rozproszonej strukturze własności – centralnym zagadnieniem była ochrona akcjonariuszy przed określonymi działaniami zarządu, ale już nie potencjalne konflikty interesów na linii akcjonariusze większościowi – akcjonariusze mniejszościowi. Na ten temat zob. L.A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, University of Pennsylvania Law Review 2009, vol. 157, No. 5, s. 1263–1317.

¹⁴ Zob. zwłaszcza H. Spamann, *The „Antidirector Rights Index” Revisited*, The Review of Financial Studies 2010, vol. 23, s. 467–486, który wskazuje, że przedstawione w przywołanych powyżej artykułach analizy zawierały błędy, a po dokonaniu odpowiednich korekt wyniki przemawiające za związkiem pomiędzy rozproszoną strukturą własności spółek giełdowych a ochroną inwestora straciły statystyczną istotność. Do podobnych wniosków (brak jednoznacznej zależności pomiędzy ochroną inwestora a rozproszoną strukturą własności) dochodzi m.in. M. Graff, *Law and Finance: Common Law and Civil Law Countries Compared: An Empirical Critique*, *Economica* 2008, vol. 75, No. 297, s. 60–83.

¹⁵ Warto w tym miejscu wskazać na wczesny głos w dyskusji na temat przyczyn wykształcenia się rozproszonej struktury własności. Podkreślono, że w Stanach Zjednoczonych silna regulacja występująca w XX w. stanowiła istotne bariery dla zwiększania zaangażowania kapitałowego przez instytucje finansowe, co zaowocowało niemożnością nabycia znacznych pakietów akcji przez pojedyncze podmioty, a tym samym wykształceniem się zatowiszowanych struktur akcjonariatu. Tak M.J. Roe, *The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton 1994. Należy zwrócić uwagę, że stanowisko to znajduje się *prima facie* w opozycji do wcześniej przywołanych tez sformułowanych przez J.C. Coffee, w myśl których obecne struktury własności są efektem liberalnego, a nie restrykcyjnego podejścia. Stanowiska te nie wykluczają się jednak całkowicie, gdyż liberalizm w pierwszym z nich rozumiany jest jako brak ingerencji w rozwój giełd (niewielka ustawowa regulacja poświęcona giełdom), natomiast restrykcje w myśl drugiego stanowiska oznaczają regulacje dotyczące działalności instytucji finansowych. Wyjaśnienia te można uznać w pewnym stopniu za wzajemnie uzupełniające się.

¹⁶ Tak M.J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, *Stanford Law Review* 2000, vol. 53, s. 539–606. Autor ten wskazuje, że nastawienie polityczne oraz ład społeczny, które wiążą się z dużym naciskiem na prawa pracownicze w Europie kontynentalnej, generować mogą wysokie koszty agencji (w tym wypadku rozdźwięk pomiędzy maksymalizacją zysku a realizacją innych celów, w szczególności utrzymaniu zatrudnienia na odpowiednim poziomie), co wymusza utworzenie skoncentrowanej struktury własności, która umożliwia właścicielom bardziej efektywne monitorowanie działań menedżerów.

watnych korzyści (*private benefits of control*)¹⁸, które może odnieść główny akcjonariusz w związku z utrzymaniem kontroli¹⁹. Warto podkreślić, że koncepcje te nie zawsze wzajemnie się wykluczają, tzn. w większym stopniu traktować je należy jako różne aspekty tego samego problemu, w szczególności przy uwzględnieniu zjawiska *path dependence*. Innymi słowy, zasadna jest argumentacja, że czynniki te stanowią różne składowe (determinanty) efektu zależności od ścieżki, jednak które z nich przeważają i są dominujące, a które mają mniejsze (bądź żadne) znaczenie, wydaje się w dalszym ciągu pytaniem otwartym.

Odchodząc w tym miejscu od zagadnień związanych z samymi przyczynami opisanych powyżej rozbieżności należy podkreślić, że w różnych systemach *corporate governance* występuje odmienny układ potencjalnych problemów i nieefektywności korporacyjnych oraz inny akcent konfliktu interesów pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w działalność spółki. Przekłada się to na rozbieżność mechanizmów prawnych i ekonomicznych, które mogą być właściwymi instrumentami do poprawy funkcjonowania podmiotów gospodarczych.

W literaturze w odniesieniu do systemów o rozproszonej strukturze własności jako główne zagrożenie wskazuje się rozbieżność pomiędzy interesem

¹⁷ Na temat znaczenia instytucji nieformalnych (zagadnienia społeczne, kulturowe i in.) dla ładu korporacyjnego zobacz przede wszystkim A.N. Licht, *The Mother of All Path Dependencies: Toward a Cross-Cultural Theory of Corporate Governance Systems*, Delaware Journal of Corporate Law 2001, vol. 26, No. 1, s. 147–205, analiza problematyki struktury własności zawarta została na s. 192–194. Zob. też J. Franks, C. Mayer, S. Rossi, *Ownership: Evolution and Regulation*, The Review of Financial Studies 2009, vol. 22, No. 10, s. 4009–4056.

¹⁸ W literaturze ekonomicznej wyróżniono dwa rodzaje korzyści związane z posiadaniem akcji – publiczne korzyści, przysługujące wszystkim akcjonariuszom (*seciurity benefits, public benefits*) oraz korzyści prywatne (*private benefits*), które przysługują wyłącznie akcjonariuszowi kontrolującemu spółkę i związane są z samym faktem posiadania kontroli. Do prywatnych korzyści należą przede wszystkim efekty synergii, możliwość przekierowania środków do spółek zależnych akcjonariusza, dodatkowe przywileje związane z kontrolą itp., publicznymi korzyściami są natomiast przychody dla ogółu akcjonariuszy (przede wszystkim dywidendy), niezwiązane z faktem sprawowania kontroli nad spółką. Zob. S.J. Grossman, O.D. Hart, *One Share – One Vote and the Market for Corporate Control*, Journal of Financial Economics 1988, vol. 20, s. 175 i nast. Zob. także analizy porównawcze związane z prywatnymi korzyściami kontroli: A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, The Journal of Finance 2004, vol. 59, No. 2, s. 537–600; A. Dyck, L. Zingales, *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*, Journal of Applied Corporate Finance 2004, vol. 16, Issue 2–3, s. 51–72.

¹⁹ L.A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, NBER Working Paper 7203.

osób zarządzających spółką (menedżerów) a interesem ogółu akcjonariuszy²⁰. W ujęciu ekonomicznym relacja pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami ma charakter pełnomocnictwa, przy czym interesy mocodawców (akcjonariuszy) mogą odbiegać od interesów umocowanych (menedżerów), tworząc konflikt. Podejście to jest fundamentem teorii agencji²¹. Konflikt agencyjny stanowi nieefektywność rynku, gdyż generuje dodatkowe koszty w postaci kosztów monitorowania (*monitoring costs* – wydatki ponoszone przez właścicieli w celu zapewnienia, że umocowani realizują ich cel), kosztów związania (*bonding costs* – wydatki ponoszone przez menedżerów w celu zagwarantowania, że nie podejmą oni działań szkodzących właścicielom) oraz straty rezydualnej (*residual loss* – wynika ona z faktu, że niemożliwe jest całkowite zrównanie interesu właścicieli oraz menedżerów, nawet przy sporych nakładach)²². Zjawiska te, w przypadku spółek o rozproszonej strukturze własności, generować mogą tzw. efekt gapowicza²³ (*free-rider problem*), tzn. brak wystarczających

²⁰ Warto w tym miejscu przywołać kluczową pozycję z lat 30. XX w., w której *Adolf Berle* oraz *Gardiner Means* wskazali na problem oddzielenia własności od kontroli – zob. *A.A. Berle, G.C. Means, The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932. Książka ta uznana została za przełomową, można nawet stwierdzić, że przyczyniła się istotnie do powstania dyscypliny *corporate governance*. Na temat wpływu tej myśli na rozwój nauk ekonomicznych zob. *G.J. Stigler, C. Friedland, The Literature of Economics: The Case of Berle and Means*, *The Journal of Law & Economics* 1983, vol. 26, No. 2, s. 237–268.

²¹ Geneza teorii agencji, jako gałęzi nowej ekonomii instytucjonalnej sięga lat 70. XX w. Jako artykuł o fundamentalnym znaczeniu dla tego nurtu wskazać warto przede wszystkim: *S.A. Ross, The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *American Economic Review* 1973, vol. 63, Issue 2, s. 134–139. Teoria agencji jest, jak się zdaje, najczęściej stosowana właśnie do relacji korporacyjnych. W tym kontekście warto wskazać na najbardziej znany artykuł opisujący funkcjonowanie przedsiębiorstwa z uwzględnieniem konfliktu agencyjnego, tzn. *M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 1976, vol. 3, No. 4, s. 305–360. Zob. też *E. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm*, *The Journal of Political Economy* 1980, vol. 88, No. 2, s. 288–307. W polskiej literaturze na temat teorii agencji zob. np. *K. Oplustil, Instrumenty*, s. 12 i nast.; *A. Wojtyna, Istota i struktura teorii agencji*, w: *A. Wojtyna* (red.), *Instytucjonalne problemy transformacji gospodarki w świetle teorii agencji*, Kraków 2005, s. 7 i nast.; *K. Sobiech, J. Wallusch, B. Woźniak*, w: *M. Ratajczak* (red.), *Współczesne teorie ekonomiczne*, Poznań 2007, s. 151–152.

²² *M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory*, s. 308.

²³ Efekt gapowicza jest istotnym zagadnieniem teorii ekonomii związanym z bodźcami ekonomicznymi oraz alokacją dóbr. Polega on na unikaniu ponoszenia kosztów uzyskania określonego dobra, w sytuacji, w której koszt wykluczenia danej jednostki z konsumpcji jest wysoki. Innymi słowy, jeżeli dobro i tak może zostać dostarczone w przypadku, gdy jego koszt poniosą inne jednostki (brak możliwości wykluczenia), to dany podmiot nie będzie skłonny do poniesienia kosztu, co jednak przełożyć się może na spadek podaży oraz niedobór określonego dobra. Zob. np. *J.E. Stiglitz, Ekonomia sektora publicznego*, Warszawa 2004, s. 154–156; *R. Coote*,

bodźców dla akcjonariuszy dysponujących niewielkim pakietem akcji do podjęcia określonych działań (poniesienia kosztów agencyjnych) mających na celu przeciwdziałanie nadużyciom ze strony menedżerów. Tym samym w spółkach o rozproszonej strukturze własności głównym problemem jest relacja pomiędzy menedżerami a ogółem akcjonariuszy, a zagrożeniem jest nadużywanie pozycji przez menedżerów na niekorzyść akcjonariuszy, z których każdy nie dysponuje wystarczającą siłą głosu, aby temu przeciwdziałać.

W systemach o skoncentrowanej strukturze własności, w spółkach giełdowych z reguły występuje akcjonariusz dysponujący znacznym pakietem akcji. Taki podmiot, w przeciwieństwie do akcjonariuszy nieposiadających istotnego udziału kapitałowego, dysponuje środkami pozwalającymi na monitorowanie działań i w razie potrzeby, skuteczne dyscyplinowanie menedżerów. Konflikt agencyjny w opisanym powyżej rozumieniu raczej nie wystąpi, gdyż menedżerowie nie będą mieli sposobności nadużyć swojej pozycji – możliwości prawne i faktyczne głównego akcjonariusza będą stanowiły skuteczną barierę przed takim działaniem. Z drugiej strony, pojawia się jednak zagrożenie nadużycia swojej pozycji przez głównego akcjonariusza i pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych poprzez np. ukryte transfery zysku, czy też realizację określonej polityki, która nie musi leżeć w interesie akcjonariuszy mniejszościowych²⁴. Tym samym, o ile w przypadku spółek o rozproszonej strukturze własności relacja agencyjna ma charakter wertykalny (występuje na linii zarząd – ogół akcjonariuszy), o tyle w sytuacji spółek o skoncentrowanej strukturze własności relacja ta ma charakter horyzontalny (na linii akcjonariusz większościowy – pozostali akcjonariusze)²⁵.

Różnice w systemach *corporate governance* – tzn. występowanie lub nie głównego akcjonariusza – przekładają się silnie na właściwe mechanizmy prawne, które mogą przeciwdziałać określonym negatywnym zjawiskom. Nie istnieje uniwersalny zestaw rozwiązań prawnych właściwych dla każdego systemu ładu korporacyjnego. Dobór konkretnych instytucji zależy właśnie od kształtu *corporate governance*, a co więcej, niektóre mechanizmy sprawdzające

T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011, s. 52; D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Mikroekonomia*, Warszawa 2007, s. 476.

²⁴ Por. L.A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive Quest*, s. 1281.

²⁵ Na temat ładu korporacyjnego oraz potencjalnych konfliktów wewnątrz korporacyjnych w spółkach o skoncentrowanej strukturze własności zob. przede wszystkim R.J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, *Harvard Law Review* 2006, vol. 119, No. 6, s. 1641–1679; R.J. Gilson, J.N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review* 2003, vol. 152, s. 785–843.

się w konkretnym systemie mogą odnosić przeciwny, negatywny skutek w innym, odmienna jest także doniosłość poszczególnych instytucji prawnych²⁶. Określenie cech systemu ładu korporacyjnego jest również kluczowe, z punktu widzenia ekonomicznej efektywności mechanizmów zwiększających kontrolę oraz zasady jedna akcja – jeden głos. Ekonomiczne analizy przedstawione zostały w dalszej części niniejszego rozdziału, natomiast poniżej scharakteryzowano polski system *corporate governance*.

II. Polski system *corporate governance*

Podstawą rozważań dotyczących polskiego modelu ładu korporacyjnego jest analiza struktury własności wszystkich 410 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w lipcu 2014 r. Dokonując opisu polskiego systemu *corporate governance* należy w tym miejscu udzielić odpowiedzi na kilka pytań:

- 1) jak dużą część akcjonariuszy stanowią akcjonariusze dysponujący znacznymi pakietami akcji;
- 2) jaka jest siła głosu najsilniejszych akcjonariuszy w polskich spółkach oraz
- 3) w jaki sposób kształtował się system struktury własności na przestrzeni ostatnich lat?

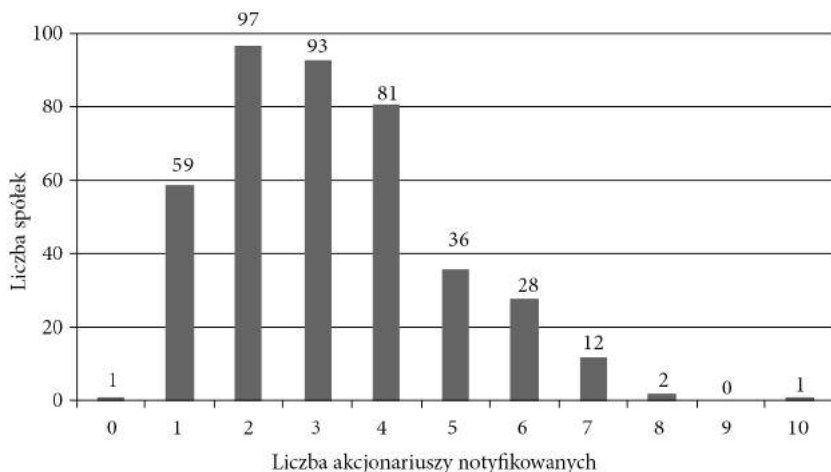
W Polsce występuje skoncentrowana struktura własności spółek giełdowych. W niemal każdej spółce (409 z 410 spółek) istnieje przynajmniej jeden akcjonariusz notyfikowany²⁷ (taki, który dysponuje pakietem akcji dającym

²⁶ W tym kontekście wskazać warto przykładowo na podział kompetencji pomiędzy akcjonariuszy większościowych a mniejszościowych (podniesienie wymaganej większości do podjęcia uchwał – *supermajority* – jest pożądane w spółkach o skoncentrowanej strukturze własności, odnosi natomiast przeciwny skutek w spółkach o rozproszonym akcjonariacie), podział kompetencji pomiędzy organ wykonawczy a organ stanowiący (zwiększenie niezależności członków zarządu działa na korzyść ładu korporacyjnego oraz ochrony akcjonariuszy w spółkach z głównym akcjonariuszem, natomiast na niekorzyść ochrony udziałowców w spółkach o zatomizowanej strukturze własności), instytucję niezależnych dyrektorów (która jest nieco bardziej istotna w spółkach o rozproszonej strukturze własności, niemniej niezależność w różnych systemach rozumiana musi być inaczej, jako niezależność od dyrektorów wykonawczych lub niezależność od głównego akcjonariusza) czy też ułatwienia dotyczące udziału akcjonariuszy w obradach walnego zgromadzenia (którym przypisać należy zdecydowanie większą wagę w spółkach o rozproszonej strukturze własności). Zob. obszernie omówienie właściwych rozwiązań prawnych z uwagi na kształt *corporate governance*, w: L.A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive Quest*, s. 1281–1305.

²⁷ Zgodnie z przepisami prawa rynku kapitałowego spółka posiada obowiązek ujawnienia akcjonariuszy dysponujących pakietem akcji zapewniającym 5% ogólnej liczby głosów. Ponadto

co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu), przy czym w większości spółek występuje od dwóch do czterech takich podmiotów. Szczegółowe dane prezentuje poniższy wykres.

Wykres 1. Liczba akcjonariuszy posiadających znaczne pakiety akcji (powyżej 5% głosów) w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych analiz empirycznych.

W dalszej kolejności warto w sposób bardziej szczegółowy przeanalizować kwestię związaną z siłą głównych akcjonariuszy w spółkach giełdowych. Średnia siła głosu najsilniejszego akcjonariusza wynosiła 41,73%, natomiast mediana siły głosu 38,2%. Oznacza to, że w połowie spółek występuje akcjonariusz dysponujący siłą głosu na walnym zgromadzeniu na poziomie co najmniej 38,2% ogólnej liczby głosów. Warto podkreślić, że w 157 spółkach (38,29% ogółu) najsilniejszy akcjonariusz dysponował siłą głosu na poziomie

po obradach walnego zgromadzenia spółka ma obowiązek opublikowania raportu bieżącego informującego o akcjonariuszach dysponujących co najmniej 5% głosów na tym walnym zgromadzeniu. Zob. art. 70 ustawy z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2018 r. poz. 512 ze zm.).

ponad 50% ogólnej liczby głosów, natomiast w 30 spółkach (7,31% ogółu) występował akcjonariusz posiadający co najmniej 75% głosów²⁸.

Warto również zwrócić uwagę na dużą siłę głosu innych (poza najsilniejszym) znaczących akcjonariuszy, zwłaszcza w perspektywie faktu, że średnia siła wszystkich akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% głosów wynosi 65,66% przy medianie na poziomie 68,93%. Zgodnie z przedstawionymi danymi można stwierdzić, że polskie spółki giełdowe są zasadniczo zdominowane przez kilku akcjonariuszy dysponujących łącznie większością głosów. Bardziej szczegółową analizę w zakresie siły głosu głównych akcjonariuszy przedstawia poniższa tabela. Warto dodać, że struktura własności polskich spółek giełdowych utrzymuje się na podobnym poziomie na przestrzeni ostatnich lat²⁹.

Tabela 1. Koncentracja struktury własności w polskich spółkach giełdowych

	1. Akcjonariusz		2. Akcjonariusz		3. Akcjonariusz		Łącznie akcjonariusze notyfikowani	
	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów
Średnia	40,28%	41,73%	14,33%	14,56%	9,41%	9,55%	63,65%	65,66%
1. Kwartył	22,3%	22,37%	9,07%	8,77%	6,84%	6,37%	51,25%	54,43%
Mediana	35,81%	38,2%	12,75%	12,35%	9,16%	9,04%	65,75%	68,93%
3. Kwartył	56,71%	59,71%	17,49%	18,08%	10,79%	10,79%	78,93%	80,42%

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych analiz empirycznych.

²⁸ W rzeczywistości koncentracja własności w spółkach może być nieco większa, gdyż nie brano pod uwagę porozumień oraz faktycznych relacji pomiędzy głównymi akcjonariuszami (przykładowo w części spółek najsilniejsi akcjonariusze stanowią rodzinę).

²⁹ Wcześniejsze analizy struktury własności polskich spółek giełdowych znaleźć można, m.in. w: R. Wilczyński, Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu w spółkach publicznych w Polsce, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2014, Nr 804, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 67, s. 695; P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, Ownership and Control of Polish Listed Corporations, Gdańsk Institute for Market Economics Working Paper, s. 24; P. Urbanek, Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych), ZN PTE 2011, Nr 9, s. 225; T. Regucki, O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych, TPP 2012, Nr 3, s. 79 i nast.; A. Adamska, Własność i Kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych, Warszawa 2013, s. 102.

Należy również pamiętać, że część akcjonariuszy (zwłaszcza akcjonariuszy dysponujących niewielkim udziałem w ogólnej liczbie głosów) nie bierze aktywnego udziału w zarządzaniu spółką, w szczególności nie uczestniczy w obradach walnego zgromadzenia i tym samym nie realizuje prawa głosu. Efekt ten, określany mianem racjonalnej apatii (ang. *rational apathy*), jest implikacją niedużej siły głosu pojedynczego akcjonariusza – realny wpływ mniejszościowego akcjonariusza na spółkę jest znikomy, natomiast ewentualny udział w zarządzaniu (wykonywanie prawa głosu) wiąże się i tak z pewnymi kosztami. Koszty zaangażowania w sprawy spółki (udział w walnym zgromadzeniu) z dużym prawdopodobieństwem przewyższą korzyści takich działań (gdyż, co należy raz jeszcze podkreślić, w przypadku niewielkiego zaangażowania kapitałowego akcjonariusz i tak nie będzie wywierał istotnego wpływu na spółkę), zatem rezygnacja z aktywnego wykonywania prawa głosu jest działaniem racjonalnym³⁰. Absencja części akcjonariuszy przekłada się bezpośrednio na wzrost siły głosu głównych akcjonariuszy, którzy są obecni na walnym zgromadzeniu – im większa część akcjonariuszy jest nieobecna, tym większy przyrost siły głosu akcjonariuszy biorących udział w obradach.

W tym miejscu należy odpowiedzieć na pytanie, jaka jest faktyczna siła głosu głównych akcjonariuszy z uwzględnieniem absencji znacznej części akcjonariuszy mniejszościowych. Na potrzeby niniejszej publikacji poddano analizie raporty bieżące spółek giełdowych zawierające wykaz akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na wszystkich zwyczajnych walnych zgromadzeniach, które odbyły się w 2014 r.³¹

Jak wskazano powyżej, średnia arytmetyczna udziału najsilniejszego akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów wynosiła w 2014 r. – 41,73%. Z uwagi na absencję części akcjonariuszy średnia siła głosu najsilniejszego akcjonariusza podczas obrad walnego zgromadzenia była znacząco wyższa – wyniosła 65,74%. Oznacza to, że w większości spółek najsilniejszy akcjonariusz, nawet nie dysponując większością ogólnej liczby głosów, może w praktyce decydować

³⁰ Na temat zjawiska *rational apathy* – zob. np. J. Velasco, Taking Shareholder Rights Seriously, UC Davis Law Review 2007, vol. 41, s. 622–625; F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, Voting in Corporate Law, The Journal of Law & Economics 1983, vol. 26, No. 2, s. 395–427. W polskiej literaturze zob. K. Oplustil, Instrumenty, s. 16–20.

³¹ Zgodnie z art. 70 pkt 3 OfertaPublIU spółka ma obowiązek przekazania do publicznej wiadomości w terminie do 7 dni od zakończenia obrad walnego zgromadzenia wykazu akcjonariuszy obecnych na tym walnym zgromadzeniu posiadających co najmniej 5% liczby głosów wraz z liczbą głosów przysługujących każdemu z akcjonariuszy oraz ze wskazaniem jego procentowego udziału w liczbie głosów na tym walnym zgromadzeniu oraz w ogólnej liczbie głosów.

samodzielnie o kluczowych sprawach spółki³². Udział akcjonariuszy mniejszościowych w walnych zgromadzeniach jest znikomy – średnia arytmetyczna siły głosu na walnych zgromadzeniach tych akcjonariuszy, którzy dysponują poniżej 5% ogólnej liczby głosów, wyniosła 8,84%, natomiast mediana wyniosła 3,98%. Oznacza to, że w połowie spółek akcjonariusze mniejszościowi (poniżej 5% ogólnej liczby głosów) dysponowali łącznie siłą głosu nieprzekraczającą 3,98%. Szczegółowe dane w tym zakresie przedstawia poniższa tabela³³.

Tabela 2. Siła głosu akcjonariuszy notyfikowanych oraz akcjonariuszy mniejszościowych na walnych zgromadzeniach spółek giełdowych w 2014 r.

	Siła głosu głównego akcjonariusza	Siła głosu akcjonariuszy mniejszościowych	
		Akcjonariusze posiadający poniżej 5% ogólnej liczby głosów	Akcjonariusze posiadający poniżej 5% głosów na walnym zgromadzeniu
Średnia	65,74%	8,84%	5,33%
1. Kwartył	44,55%	0,05%	0,01%
Mediana	66,37%	3,98%	2,31%
3. Kwartył	89,22%	11,51%	7,18%

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych analiz empirycznych.

Polski system *corporate governance* wykazuje tym samym cechy systemu o skoncentrowanej strukturze własności, dominującego na świecie i przede wszystkim w krajach Europy kontynentalnej. Najsilniejsi akcjonariusze (a często nawet pojedynczy akcjonariusz dysponujący największą liczbą głosów) są w stanie wywierać znaczący wpływ na spółkę, natomiast faktyczna siła głosu innych akcjonariuszy jest znikoma. Jest to kluczowe z punktu widzenia ana-

³² Warto także w tym miejscu podkreślić, że analiza ta nie bierze pod uwagę faktycznych relacji pomiędzy akcjonariuszami, tzn. formalnych i nieformalnych porozumień, więzi rodzinnych itp.

³³ W tabeli wyodrębniono akcjonariuszy posiadających poniżej 5% ogólnej liczby głosów oraz akcjonariuszy posiadających poniżej 5% głosów na walnym zgromadzeniu. Różnica ta wiąże się z faktem, że niekiedy akcjonariusz niebędący akcjonariuszem notyfikowanym, z uwagi na absencję innych akcjonariuszy, przekracza próg 5% liczby głosów na samym walnym zgromadzeniu. Przykładowo, akcjonariusz posiadający 4% ogólnej liczby głosów nie jest ujawniony na liście akcjonariuszy notyfikowanych, niemniej, jeżeli na konkretnym walnym zgromadzeniu obecna będzie jedynie połowa akcjonariuszy, siła głosu tego akcjonariusza wyniesie 8% i zostanie on ujawniony w raporcie bieżącym opublikowanym po zakończeniu obrad.

lizey ekonomicznych aspektów mechanizmów zwiększających kontrolę, gdyż, jak podkreślono powyżej, układ siły głosu w spółce w znaczący sposób wpływa na efektywność konkretnych prawnych oraz ekonomicznych instytucji ładu korporacyjnego.

§ 3. Przejęcia oraz rynek kontroli nad spółkami (*market for corporate control*) a mechanizmy zwiększające kontrolę

Zgodnie z koncepcjami ekonomicznymi z lat 60. XX w. przejęcia spółek (rynek kontroli) mogą stanowić istotny mechanizm ładu korporacyjnego. W ujęciu teoretycznym, w przypadku gdy spółka wykazuje mniejszą rentowność (jest gorzej zarządzana) cena jej akcji spada, odzwierciedlając na bieżąco jej kondycję finansową. Niższa cena akcji implikuje, że spółka narażona jest na ryzyko wrogiego przejęcia, ponieważ przejęcie znaczącego pakietu akcji wiąże się z poniesieniem mniejszego kosztu przez przejmującego inwestora. Kiedy natomiast dochodzi do przejęcia, inwestor dokonuje odpowiednich zmian w spółce (przede wszystkim następuje wymiana osób zarządzających, czy też częściowa restrukturyzacja), co z dużym prawdopodobieństwem może doprowadzić do poprawy jej funkcjonowania i powrotnego wzrostu ceny akcji do pierwotnego poziomu³⁴. Przedstawione zjawiska określane są jako rynek kontroli nad spółkami (*market for corporate control*) i w literaturze wskazuje się, że same w sobie stanowią instrument nadzoru nad spółką, gdyż w sposób rynkowy, poprzez mechanizm przejęcia i zmianę sposobu zarządzania, wpływają na poprawę efektywności podmiotu gospodarczego³⁵. Zewnętrzne mechanizmy ładu korporacyjnego – w tym zwłaszcza rynek kontroli nad spółkami – odgrywają znacznie większą rolę w systemach o rozproszonej strukturze własności. Niekiedy w literaturze systemy te określa się właśnie jako sys-

³⁴ Powyższy mechanizm opisany został w artykule: H.G. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, *The Journal of Political Economy* 1965, vol. 73, No. 2, s. 110–120.

³⁵ Na temat rynku kapitałowego jako mechanizmu kontroli w perspektywie klasyfikacji mechanizmów ładu korporacyjnego zob. A. Mucha, Efektywność instrumentów *corporate governance* z perspektywy ostatniego kryzysu finansowego, w: G. Chybicki (red.), Współczesne problemy rozwoju gospodarczego, Płock 2013, s. 29–34.

temy kontroli zewnętrznej (system otwarty, *market-oriented*) przeciwstawiając je systemom kontroli wewnętrznej (system zamknięty, *bank-based*)³⁶.

W kwestii rynku kontroli nad spółkami warto zwrócić uwagę na trzy istotne zagadnienia:

- 1) działanie rynku kontroli w systemach o skoncentrowanej strukturze własności spółek;
- 2) efektywność tego mechanizmu w świetle analiz empirycznych oraz
- 3) wpływ przejęć na funkcjonowanie samej spółki.

Po pierwsze, zewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego, jakim jest rynek kontroli nad spółkami, będzie miał zastosowanie przede wszystkim do spółek o rozproszonej strukturze własności, tzn. tych, które dominują w systemie brytyjskim oraz amerykańskim. W przypadku spółek, w których występuje główny akcjonariusz, działanie tego mechanizmu będzie znacznie ograniczone, a w odniesieniu do spółek, w których taki akcjonariusz posiada akcje reprezentujące ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu, działanie rynku kontroli nad spółkami jest z samej swojej istoty niemożliwe.

W Polsce istotna część spółek posiada głównego akcjonariusza – w przypadku 157 spółek (38,2% ogółu) siła głosu głównego akcjonariusza przekracza 50% ogólnej liczby głosów, a w zdecydowanej większości spółek główni akcjonariusze łącznie posiadają taką liczbę akcji, która uniemożliwia dokonanie wrogiego przejęcia. Obserwacje te mają silne przełożenie na aktywność i rozmiary polskiego rynku przejęć, co znajduje jednoznaczne potwierdzenie w wynikach analiz empirycznych. W latach 2008–2013 łącznie miały miejsce tylko 134 wezwania³⁷, z czego, m.in. z uwagi na strukturę własności polskich spółek, zdecydowana większość miała przyjazny charakter – próby wrogich przejęć należą do rzadkości³⁸. Rynek przejęć charakteryzuje się zdecydowanie

³⁶ Stworzenie często używanych w literaturze pojęć systemu otwartego (*outsider system*) oraz systemu zamkniętego (*insider system*) przypisywane jest Colinowi Mayerowi i Julianowi Franksowi, zob. J. Franks, C. Mayer, Ownership and Control, w: H. Siebert (red.), Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?, Tübingen 1995, cyt za: M. Becht, C. Mayer, w: F. Barca, M. Becht (red.), The Control, s. 1.

³⁷ Wynik ten ma swoje źródło w jeszcze niepublikowanych analizach empirycznych autora. Wcześniej analizy dokonane przez autora, obejmujące lata 2008–2012 (w okresie tym ogłoszono łącznie 112 wezwań) znaleźć można w: T. Regucki, Regulacja wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji a pokrzywdzenie akcjonariuszy mniejszościowych, ZiF 2013, Nr 2, cz. 6, s. 445–458.

³⁸ Łącznie w badanym okresie jedynie kilka (poniżej 10) przejęć można określić jako wrogie. Do najgłośniejszych spraw należały przede wszystkim przejęcie W. Kruk SA przez Vistula & Wólczanka S.A. (5.5.2008 r.) czy też próba przejęcia spółki Zakłady Azotowe w Tarnowie – Mości-

większymi rozmiarami w Stanach Zjednoczonych oraz w Wielkiej Brytanii – w krajach tych średnio w każdym roku dochodzi do kilkuset przejęć, z czego istotną część (znacznie większą niż w przypadku polskiego rynku) stanowią wrogie przejęcia³⁹. Tym samym rynek kontroli nad spółkami ma w Polsce raczej marginalne znaczenie, a rozważania poświęcone zewnętrznym mechanizmom kontroli w kontekście problematyki mechanizmów zwiększających kontrolę nie są kluczowe w perspektywie oceny efektywności modelu jedna akcja – jeden głos.

Abstrahując jednak od tego stwierdzenia warto poddać analizie pozostałe kwestie związane z rynkiem kontroli nad spółkami. Analizy empiryczne, nawet odnoszące się do systemów, w których dominująca jest rozproszona struktura własności spółek giełdowych, nie są jednoznaczne w kwestii oceny faktycznego występowania opisanych powyżej teoretycznych efektów związanych z przejęciami. Celem wrogich przejęć są również (w dużym stopniu) spółki o dobrej kondycji finansowej, które mogą być droższe, ale jednocześnie bardziej atrakcyjne dla przejmujących. Tym samym efekt rynku kontroli nad spółkami jako mechanizm kontroli nie ma wystarczającego poparcia w analizach empirycznych⁴⁰. Nie można oczywiście wykluczyć, że pewna część przejęć przebiegała będzie zgodnie z powyżej przedstawionym teoretycznym modelem, ale model ten opiera się wyłącznie na jednym z wielu występujących w praktyce funkcjonowania rynku kapitałowego scenariuszy, który w świetle przywołanych analiz nie występuje na tyle często, aby można mówić o istotnym mechanizmie

cach S.A. (obecnie Grupa Azoty) przez Acron (16.5.2012 r.). Warto pamiętać, że samo określenie „wrogie przejęcie” jest pojęciem nieostrym – na ten temat w kontekście przejęcia spółki Lubelski Węgiel Bogdanka S.A. przez spółkę Enea S.A. zob. K. Gemra, Wrogie czy przyjazne przejęcie? Enea kupuje Bogdankę – *case study*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 2016, Nr 4 (82), cz. 2, s. 485–492.

³⁹ Zob. np. dane z lat 70. oraz 80. z Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych w: S. Bhagat, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*, *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics* 1990, s. 1–84; T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwami*, Warszawa 1998, s. 4; A. Cosh, P. Guest, *The Long-run Performance of Hostile Takeovers: U.K. Evidence*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper 2001, No. 215. Zob. także *Hostile takeovers rise to 14-year high in M&A as confidence grows*, *Financial Times*, 8.6.2014 r., tekst dostępny na stronie: www.ft.com (dostęp: 23.6.2016 r.).

⁴⁰ J. Franks, C. Mayer, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, *Journal of Financial Economics* 1996, vol. 40, s. 163–181.

ładu korporacyjnego (zwłaszcza w systemach o skoncentrowanej strukturze własności)⁴¹.

Trzecim zagadnieniem związanym z rynkiem kontroli nad spółkami jest kwestia ekonomicznej efektywności określonych transakcji przejęcia, tzn. optymalnej alokacji kontroli. Wyznacznikiem jest w tym wypadku użyteczność rozumiana jako maksymalizacja wartości spółki, a tym samym wartości akcji będących w posiadaniu ogółu akcjonariuszy (*shareholder value*). W takim ujęciu odpowiedzieć należy na pytanie, czy struktura własności opierająca się na modelu jedna akcja – jeden głos, prowadzi do ekonomicznie efektywnych skutków w sferze alokacji kontroli. Z uwagi na wielość czynników wpływających na ostateczny rezultat przejęcia, w tej materii analizy również nie są jednoznaczne.

Kluczowe znaczenie mają okoliczności rozproszonej lub skoncentrowanej struktury własności oraz to, czy jest wyłącznie jeden podmiot przejmujący czy też więcej takich podmiotów (*bidding contest*). W świetle analiz teoretycznych struktura własności opierająca się na modelu jedna akcja – jeden głos może prowadzić do optymalnych rezultatów w przypadku kilku podmiotów rywalizujących o przejęcie kontroli, ale już niekoniecznie, gdy jest wyłącznie jeden taki podmiot. W przypadku przejęć spółek o skoncentrowanej strukturze własności (co raczej wyklucza wrogie przejęcie – w takim przypadku transakcja będzie miała, co do zasady, przyjazny charakter), proporcjonalność pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu również nie musi prowadzić do optymalnej alokacji kontroli⁴².

Podsumowując, należy stwierdzić, że analiza ekonomicznych aspektów rynku przejęć oraz alokacji kontroli nie dostarcza argumentów za wprowadzeniem modelu jedna akcja – jeden głos w spółkach giełdowych. Jest tak, gdyż przejęcia w systemie o skoncentrowanej strukturze własności (który występuje, m.in. w Polsce) nie stanowią efektywnego mechanizmu kontroli, a co istotniejsze, bardziej kompleksowe analizy nie udzielają odpowiedzi na pytanie, czy proporcjonalność pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu (brak

⁴¹ W podobnym tonie wypowiadają się, m.in. M. Burkart, F. Panunzi, *Takeovers*, ECGI Working Paper Series in Finance 118/2006 oraz Ch. Teichmann, *Corporate governance – między prawem a rynkiem*, w: M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Europejskie prawo spółek*, t. III. *Corporate governance*, Kraków 2006, s. 36.

⁴² Zob. obszernie omówienie powyższych przypadków, w: M. Burkart, S. Lee, *One Share, s. 5–18*. Por. także G. Ferrarini, *One Share – One Vote: A European Rule?*, ECGI Law Working Paper 2006, Nr 58, s. 6–9.

mechanizmów zwiększających kontrolę) prowadzi do najkorzystniejszych rezultatów.

§ 4. Układ sił pomiędzy akcjonariuszami a mechanizmy zwiększające kontrolę

W dalszej kolejności warto przeanalizować wpływ odstępstw od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu akcjonariuszy na zwykłe funkcjonowanie spółki, z pominięciem sytuacji nadzwyczajnej, jaką jest zmiana kontroli (przejęcie). Odstępstwo od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu pozwala akcjonariuszowi na wywieranie istotnego wpływu na spółkę przy posiadaniu udziału mniejszościowego. Wiąże się to również z prawnymi środkami umożliwiającymi przeciwdziałanie nadużyciom ze strony menedżerów, przy zachowaniu odpowiedniej dywersyfikacji portfela (do sprawowania kontroli konieczny jest mniejszy udział kapitałowy). Mechanizmy zwiększające kontrolę pozwalają tym samym na obniżenie kosztów monitorowania i oddziaływania na decyzje menedżerów – oznacza to obniżenie kosztów agencyjnych (wertykalny konflikt agencji), co może przełożyć się na wzrost efektywności. W takim ujęciu konsekwencją modelu jedna akcja – jeden głos jest to, że akcjonariusz albo nie będzie miał możliwości dywersyfikacji portfela na pożądanym poziomie, albo nie będzie odpowiednio monitorował działań menedżerów⁴³.

Z drugiej jednak strony, ograniczenie wertykalnego konfliktu agencyjnego może nasilić konflikt horyzontalny, tzn. konflikt występujący pomiędzy akcjonariuszami. Podmiot dysponujący dużym zaangażowaniem kapitałowym może niejednokrotnie dążyć do realizacji innych celów niż ogół akcjonariuszy, tzn. maksymalizacja jego użyteczności nie musi pociągać za sobą automatycznie maksymalizacji wartości spółki (*shareholder value*), a tym samym maksymalizacji użyteczności pozostałych udziałowców. Horyzontalne koszty agencyjne mogą się objawiać zwłaszcza w następujących obszarach: wybór projektów inwestycyjnych (mniej dochodowy projekt może wiązać się z określonymi korzyściami dla głównego akcjonariusza), decyzje dotyczące podziału zysku oraz rozmiarów przedsiębiorstwa (główny akcjonariusz może zatrzymać zbyt dużą część zysku w spółce lub decydować na pozostawienie określonych akty-

⁴³ M. Burkart, S. Lee, *One Share*, s. 22.

wów) oraz decyzje odnośnie sprzedaży pakietu kontrolnego⁴⁴. Odstępstwa od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu nasilają horyzontalny konflikt agencyjny, dlatego że umożliwiają znaczne oddzielenie uprawnień majątkowych (prawo do dywidendy) od uprawnień korporacyjnych (prawo głosu), generując ekonomiczne bodźce do maksymalizacji użyteczności głównego akcjonariusza w inny sposób, niż podział zysku w drodze wypłaty dywidendy. Jest tak, ponieważ wykorzystując mechanizm zwiększający kontrolę akcjonariusz może wywierać znaczący wpływ na spółkę przy niewielkiej liczbie akcji dających prawo do dywidendy. Im większa różnica pomiędzy udziałem akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów a odsetkiem posiadanych przez akcjonariusza akcji (który wiąże się z wypłatą dywidendy), tym bardziej opłacalne może stać się dążenie do realizacji prywatnych korzyści⁴⁵ (*private benefits*) zamiast podziału wygenerowanego zysku. W przypadku modelu jedna akcja – jeden głos, interes akcjonariusza jest w znacznie większym stopniu powiązany z interesem ogółu akcjonariuszy⁴⁶.

W tym kontekście można jednak zastanawiać się nad jeszcze innym podejściem. Źródłem horyzontalnego konfliktu agencyjnego nie jest wyłącznie możliwość realizowania przez głównych akcjonariuszy prywatnych korzyści kosztem interesu spółki, ale także odmienne podejście do ryzyka. Inwestycja akcjonariuszy mniejszościowych opiera się na dywersyfikacji portfela, dlatego w ich interesie jest realizacja przez spółkę bardziej ryzykownych projektów (ta grupa akcjonariuszy wykazuje skłonność do ryzyka), podczas gdy główni akcjonariusze, którzy posiadają znaczący udział kapitałowy, będą kierować się w stronę stabilnej, mniej ryzykownej strategii spółki (awersja do ryzyka)⁴⁷. Mechanizmy zwiększające kontrolę pozwalają na utrzymanie istotnego wpływu na spółkę

⁴⁴ Takie płaszczyzny wskazali L.A. Bebchuk, R. Kraakman, G.G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity. The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, w: R.K. Morck (red.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press 2000, s. 301–304.

⁴⁵ Zob. uw. w przyp. 18 na s. 9.

⁴⁶ Tak M. Burkart, S. Lee, *One Share*, s. 22–24. Zob. też bardziej szczegółowe omówienie ekonomicznych aspektów poruszanych zagadnień: M. Bennedsen, K.M. Nielsen, *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*, ECGI Working Paper Series in Finance 2006, Nr 134, s. 5–9.

⁴⁷ Na temat odmiennego podejścia, które charakteryzuje akcjonariuszy większościowych oraz mniejszościowych zob. T. Paligorova, *Corporate Risk Taking and Ownership Structure*, Bank of Canada Working Paper 2010–3; M. Faccio, M.-T. Marchica, R. Mura, *Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking*, *Review of Financial Studies* 2011, vol. 24, Issue 11, s. 3601–3641.

przy niższym poziomie kapitałowym, a tym samym na pewną dywersyfikację portfela. Nie jest wykluczone, że efekt ten może przełożyć się na większą skłonność do ryzyka głównych akcjonariuszy, co spowodowałoby zmniejszenie zakresu horyzontalnego konfliktu agencyjnego poprzez większe skorelowanie interesu głównych akcjonariuszy oraz akcjonariuszy mniejszościowych (przynajmniej na płaszczyźnie poziomu skłonności do ryzyka). W takim ujęciu zastosowanie mechanizmów zwiększających kontrolę mogłoby mieć pozytywny skutek.

Analiza ekonomicznych aspektów mechanizmów zwiększających kontrolę w przedstawionym powyżej ujęciu, podobnie jak analiza od strony rynku przejęć, również nie udziela jednoznacznych odpowiedzi na pytanie o efektywność modelu: jedna akcja – jeden głos. W przypadku zastosowania określonych mechanizmów zwiększających kontrolę, ewentualne pozytywne efekty mające swoje źródło w ograniczeniu kosztów agencji generowanych przez wertykalny konflikt agencji oraz potencjalne skorelowanie skłonności do ryzyka akcjonariuszy większościowych oraz mniejszościowych, mogą być niejako równoważone przez zwiększenie kosztów agencji związanych z konfliktem horyzontalnym, co łączy się z możliwością dokonania nadużyć przez akcjonariuszy większościowych. Nie jest wykluczone, że z uwagi na skoncentrowaną strukturę własności polskich spółek giełdowych – dużą siłę głosu głównych akcjonariuszy – efekt negatywny w przedstawionym powyżej ujęciu może przeważać. Z drugiej jednak strony, warto zwrócić uwagę na dwa zagadnienia.

Po pierwsze, pewien stopień oddzielenia własności oraz kontroli jest immanentną cechą rynku kapitałowego i nawet bez odstępstw od modelu jedna akcja – jeden głos główni akcjonariusze mogą niekiedy być skłonni do realizacji prywatnych korzyści (*private benefits*) kosztem pozostałych akcjonariuszy. Precyzyjne określenie na ile mechanizmy zwiększające kontrolę mogą nasilać efekty związane z konfliktem interesów wewnątrz spółki (rozbieżnością pomiędzy interesem głównego akcjonariusza a interesem pozostałych udziałowców) wymaga pogłębionych analiz. Po drugie, nawet przyjmując pewien stopień nieefektywności związany z występowaniem mechanizmów zwiększających kontrolę, odstępstwa od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a siłą głosu mogą generować pozytywne efekty (potencjalnie równoważące powyższe nieefektywności) związane z optymalizacją finansowania podmiotów gospodarczych. Na tym aspekcie mechanizmów zwiększających kontrolę warto skupić się w następnej kolejności.