

*Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*

Jan Jeżak

STRUKTURY WŁASNOŚCIOWE SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH JAKO KLUCZOWY ELEMENT ICH POTENCJAŁU ROZWOJOWEGO

Z a r y s t r e ś c i. Celem opracowania jest analiza zmian w strukturach własnościowych współczesnych spółek akcyjnych oraz ocena wpływu tych zmian na stosunki wewnątrz-korporacyjne i decyzje rozwojowe spółek.

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 nadużyć 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.

S ł o w a k l u c z o w e: spółka kapitałowa, struktura własnościowa spółek, instytucjonalizacja własności korporacyjnej, koncentracja własności korporacyjnej, rozwój spółki.

WPROWADZENIE

Wychodząc z założenia, że właściciele (inwestorzy) są strategicznym aktywnym każdego przedsiębiorstwa w niniejszym opracowaniu przedstawiamy zmiany, jakie dokonują się w strukturach własnościowych dużych przedsiębiorstwach funkcjonujących zazwyczaj w formie spółek akcyjnych. W długim procesie ewolucji przedsiębiorstwa pojawiły się nie tylko nowe formy jego własności,

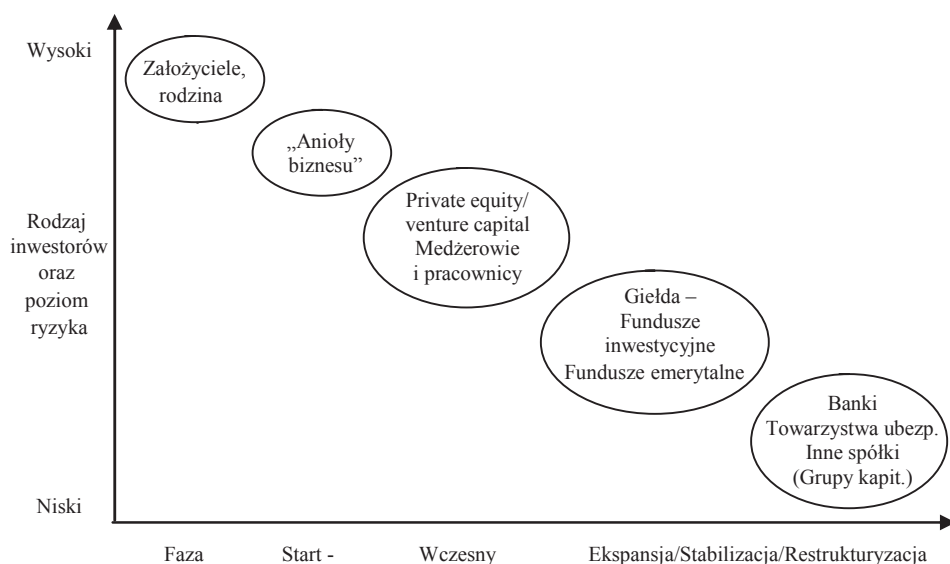
jak np. własność korporacyjna, ale równocześnie zmienia się też charakter tej własności oraz jej skala.

Zmiany te mają istotny wpływ na sposób działania przedsiębiorstwa, w tym na podejście do szeroko pojętej problematyki jego rozwoju.

Celem niniejszych rozważań jest zidentyfikowanie oraz zarysowanie tych zmian o charakterze własnościowym, które – zdaniem autora – mają największy wpływ na sposób konkurowania oraz na kształtowanie potencjału rozwojowego dużych przedsiębiorstw. Do zmian tego rodzaju należy zaliczyć w pierwszym rzędzie proces instytucjonalizacji własności korporacyjnej oraz ciągle postępującą koncentrację tej własności.

DAWCY KAPITAŁU FINANSOWEGO A ETAP ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTWA

Najbardziej dojrzała forma własności przedsiębiorstwa jaką jest spółka akcyjna rzadko rodzi się od razu jako duże przedsiębiorstwo. Najczęściej jej pojawienie się poprzedza długi proces ewolucji, od małej firmy rodzinnej, bazującej wyłącznie na kapitale własnym, do firmy średniej sięgającej już po kapitał obcy (spółki cywilnej lub spółki z ograniczoną odpowiedzialnością) i, wreszcie, do



Rysunek 1. Źródła finansowania rozwoju spółki

Źródło: Opracowanie własne.

spółki akcyjnej odważnie posiłkującej się kapitałem obcym – pozyskanym poprzez giełdę papierów wartościowych lub bezpośrednio od inwestorów finansowych oraz branżowych – patrz rys. 1.

W definiowaniu roli różnych inwestorów w spółkach akcyjnych niezwykle istotne jest rozróżnienie ich charakteru według skali zainwestowanego kapitału – inwestorzy drobni (rozproszeni) oraz inwestorzy posiadający skoncentrowane i niekiedy dominujące pakiety akcji. Drugą ważną cechą jest horyzont inwestycyjny – krótko- średnio- lub długoterminowy. Jeżeli dany inwestor jest właścicielem skoncentrowanego pakietu akcji oraz traktuje swoją inwestycję jako przedsięwzięcie długookresowe, to jest równoznaczne z tym, że odgrywa on samodzielnie lub wspólnie z innymi tego typu inwestorami wiodącą rolę w danej spółce.

Obok wymienionych wyżej kryteriów klasyfikacyjnych bardzo ważny jest też podział na inwestorów (akcjonariuszy) indywidualnych oraz instytucjonalnych. Kategoria **inwestorów instytucjonalnych** obejmuje prawie wszystkie wymienione wyżej rodzaje inwestorów, czyli fundusze private equity i venture capital, fundusze inwestycyjne i emerytalne, jak również banki i towarzystwa ubezpieczeniowe, a także inne spółki, czyli grupy kapitałowe. Prowadzone w Europie i na świecie badania wskazują na stale zwiększający się udział oraz rosnącą rolę akcjonariuszy instytucjonalnych w strukturach własnościowych spółek akcyjnych.

INSTYTUCJONALIZACJA ORAZ KONCENTRACJA WŁASNOŚCI KORPORACYJNEJ

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 w. zarządy spółek zaczęły się uskarżać na ich rosnącą presję na poprawę wyników finansowych i to w coraz krótszym horyzoncie inwestycyjnym (Demb, Neubauer, 1992, s. 860).

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**.

Z badań przeprowadzonych przez firmę Price Waterhouse wynika, że w końcu XX w. inwestorzy instytucjonalni posiadali średnio ok. 60% akcji w spółkach amerykańskich oraz ponad 80% akcji w spółkach brytyjskich i japońskich (Black, Wright, Bachman, 2001). 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 r. (Ussem, 1996, s. 9–10).

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 (1994) 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%. 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 kier. Marco Bechta. Badaniu patronowała Komisja Europejska oraz międzynarodowe porozumienie badawcze pt. European Corporate Governance Network. Raport z badań został opublikowany pod wiele mówiącym tytułem: „Mocni blockholderzy. Słabi właściciele oraz potrzeba europejskiego mandatu na jawność” (Becht, 1997). 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 Wlk. 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 akcjonariuszy (Becht, 1997, s. 4–8).

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 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, 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 Wlk. 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 Wlk. Brytanii mediana dla drugiego i trzeciego największego akcjonariusza wynosi odpowiednio 7,3% oraz 5,2%. Oznacza to, że posiadanie kontroli nad spółką w Wlk. 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.

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 ^{a)}
– NASDAQ	2831	0 ^{a)}

Objaśnienie: a) Wartość poniżej pięcioprocentowego progu jawności

Źródło: M. Becht, A. Röell, (1999, s. 1052).

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 Wlk. Brytania) badacze ci stwierdzili, że aż 53,99% spółek europejskich posiada jednego dominującego właściciela (Facio, Lang, 2002, s. 365–366). W niektórych krajach, jak np. Irlandia oraz Wlk. 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. Np. 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 (Facio, Lang, 2002, s. 365–366).

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 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999, s. 474–513).

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. Np. rodzina Wallenbergów kontroluje w ten sposób 5 spośród 10 największych spółek w Szwecji. Kontrola jest w tym przypadku realizowana poprzez piramidę The Walldenberg Group oraz rozwiązanie zwane krzyżującymi się akcjami. Zdaniem La Porta i pozostałych współautorów przeprowadzonego badania jest to modelowy przykład odstępstwa od zasady jedna akcja – jeden głos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999, s. 474–513).

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 w. 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).

Krajami o względnie rozproszonej własności są jedynie kraje anglosaskie (Stany Zjednoczone, Wlk. Brytania, Irlandia, Kanada oraz Australia). W przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych czy Wlk. 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 wzmocniana 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 (2001, s. 17–26) 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).

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% udział 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%. 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%) (Tamowicz, Dzierżanowski, 2001, s. 15–16). 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 r. 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. 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 (Shleifer, Vishny, 1997, s. 737–783). 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 w walnych zgromadzeniach oraz głosowaniach. Z drugiej strony, akcjonariusze inwestujący znaczną część swoich zasobów w pojedynczą spółkę będą preferować mniej ryzykowne strategie rozwoju spółki (Fama, Jensen, 1983, s. 327–349). 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. Np. ugruntowało się przekonanie, że rozproszony akcjonariat oraz upublicznienie spółki jest optymalnym modelem własnościowym dla dużych silnie zdywersyfikowanych korporacji (Fama, Jensen, 1983, s. 327–349). 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 (Pedersen, Thomson, 1997, s. 1–13). 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. Np. 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 kier. 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 Wlk. Brytanię. Pozostałe 14 krajów posiada „słabe banki” – są to takie kraje, jak: Argentyna, Australia, Belgia, Dania, Hong Kong, Japonia, Kanada, Meksyk, Norwegia, Portugalia, Singapur, Szwecja, Włochy, oraz Stany Zjednoczone (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999, s. 508).

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 (1994) – wysoki stopień koncentracji własności korporacyjnej. Stany Zjednoczone odznaczają się relatywnie wysokim stopniem rozproszenia akcjonariatu właśnie dzięki zdecydowanym regulacjom w zakresie ochrony mniejszości. 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. Np. 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 (Morck, Nakamura, 1999, s. 319–339).

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.

ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzone rozważania wykazały, że struktury własnościowe jako ważna determinanta rozwoju 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.

Obydwa 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 Wlk. Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Proces instytucjonalizacji własności korporacyjnej postępuje wszędzie. Ale jeżeli w Stanach Zjednoczonych i Wlk. 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.

Fakt ten ma istotny wpływ na stosunki wewnątrz korporacyjne, w tym na relacje pomiędzy właścicielami i menedżerami spółek. Instytucjonalizacja oraz koncentracja własności korporacyjnej osłabia władzę menedżerów oraz podnosi poziom ich odpowiedzialności za wyniki spółki i za jej potencjał rozwojowy. Są to bez wątpienia zjawiska pozytywne. Ale z drugiej strony odzyskujący władzę akcjonariusze nie zawsze troszczą się o interes spółki jako podmiotu gospodarczego oraz o interes akcjonariuszy mniejszościowych.

Niebezpieczeństwa te potęguje stosunkowo słabsza ochrona prawna interesów akcjonariuszy mniejszościowych w Europie kontynentalnej w porównaniu z analogicznymi regulacjami brytyjskimi i amerykańskimi.

LITERATURA

- Becht M. (1997), *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, European Corporate Governance Network, Executive Report.
- Becht M., Röell A. (1999), *Blockholdings in Europe: An international comparison*, "European Economic Review", nr 43.
- Black A., Wright P., Bachman J.E. (2001), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Demb A., Neubauer F. (1992), *Corporate Governance: Lifespace and Accountability*, in: *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, Oxford University Press, Nowy Jork.
- Facio M., Lang L.H.P. (2002), *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics”, No. 65.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983), *Agency problems and residual claims*. „Journal of Law and Economics”.
- Franks J., Mayer C. (1994), *The ownership and control of German corporations*, London Business School, Unpublished manuscript.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999), *Corporate Ownership Around the World*, "Journal of Finance", nr 2.
- Morck R., Nakamura M. (1999), *Banks and corporate control in Japan*, „Journal of Finance”, No. 54.
- Pedersen T., Thomson S. (1997), *European patterns of corporate ownership: a twelve country study*. „Journal of International Business Studies”, vol. 28, No 4.
- Roe M. (1994), *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton (N. J.)
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997), *A survey of corporate governance*. „Journal of Finance”, No 52 (2).
- Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2001), *Własność i kontrola polskich korporacji*, Instytut Badań na Gospodarkę Rynkową, Gdańsk.
- Ussem M. (1996), *Shareholders as a Strategy Asset*, „California Management Review”, vol. 39, No. 1.

OWNERSHIP STRUCTURE OF CORPORATION AS A KEY FACTOR OF POTENTIAL DEVELOPMENT

A b s t r a c t. 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.

Key words: company, the ownership structure of companies, the institutionalization of corporate ownership, corporate ownership concentration, the company development

