
Company performance and the structure of Top Management Teams (Summary)

The introduction of *upper echelons theory* about partial relation between Top Management Teams and companies performance, resulted in deeper interest in identifying determinants of company effectiveness related to the structure of TMT. The aim of this article is to present empirical approach to that problem.

The article includes a literature review regarding research projects conducted in Poland and abroad, analysis of which show that the most common understanding of company effectiveness is related to maximizing financial results, that is why its measures are based on book and market values. Broader understanding including effects for stakeholders is not popular yet.

Studies conducted in static approach are focused on the influence of TMT features, such as team size, tenure, as well as age, gender, experience, education, and expertise diversity, on company performance. However foreign studies result in no consistent conclusions, whereas in Poland the problem was analyzed only in few studies.

The second part of the article is devoted to the project of own research, which aim is to explore the impact of TMT size and expertise diversity of TMT – measured by education period and by index of diversity – on company performance expressed by ROA and Tobin's Q. Although the results of pilot studies do not allow to identify any significant relations, they may serve as clues for further exploration.

Ambiguity of conclusions from literature study and own analysis suggest a need for identification of processes mediating between TMT structure and company performance, which may be related to TMT group dynamics.

Keywords

Supervisory Board, Management Board, TMT size, TMT diversity

Maria Aluchna*

Struktury piramidowe w polskich spółkach giełdowych. Wstępne wyniki badań

Wstęp

Rozwój spółek i gospodarek wywiera kluczowy wpływ na zmiany w systemie ładu korporacyjnego, w tym także w strukturze własności przedsiębiorstw. Struktura własności postrzegana jest jako jedna z kluczowych cech charakteryzujących spółkę oraz ważny mechanizm ładu korporacyjnego. Najnowsze opracowania poświęcone problematyce struktury własności nie tylko identyfikują wiele różnych wzorów i form własności i kontroli, ale również wiążą określoną strukturę akcjonariatu z polityką i strategią przedsiębiorstwa czy standardami corporate governance. Celem niniejszego opracowania jest przybliżenie problematyki struktur piramidowych, które stanowią powszechnie występującą formę własności i kontroli. Przegląd literatury stanowi wstęp do budowy pytań badawczych i prezentacji wstępnych wyników badań prowadzonych na próbie polskich spółek giełdowych w odniesieniu do stosowania przez nie struktur piramidowych. Wstępne wyniki badań wskazują na znaczną powszechność tych struktury także wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz prezentują podstawową ich charakterystykę. Badanie przeprowadzono na reprezentatywnej próbie 100 spółek notowanych na GPW w Warszawie, dla których zebrano dane opisujące strukturę własności pochodzące z raportów rocznych badanych spółek za 2011 rok oraz kapitalizacji rynkowej za 2011 rok zgodnie ze statystykami przygotowanymi przez GPW w Warszawie. Wstępne wyniki badania oparto na statystykach opisowych, na podstawie których zidentyfikowano ogólną charakterystykę występowania struktur piramidowych wśród analizowanych spółek. Niniejsze opracowanie przyjmuje następującą strukturę. W pierwszym punkcie przedstawiono przegląd literatury z zakresu struktur własności, ze szczególnym uwzględnieniem struktur piramidowych. Punkt drugi zawiera omówienie stanu wiedzy i zmian w strukturze własności polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie. W punkcie trzecim zaprezentowano wstępne wyniki ba-

*Prof. nadz. dr hab., Katedra Teorii Zarządzania, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, maria.aluchna@sgh.waw.pl

dań nad stosowaniem struktur piramidowych przez polskie spółki giełdowe wraz z dyskusją ograniczeń metodologicznych i kierunków analiz na przyszłość. Wnioski zawarto w zakończeniu.

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

1. Struktury piramidowe a własność spółek

1.1. Struktura własności

Struktura własności jest jedną z najważniejszych cech spółki i postrzegana jest jako kluczowy mechanizm ładu korporacyjnego. Literatura przedmiotu jest niezwykle bogata i wskazuje na znaczenie struktury własności w procesie formułowania strategii, rozwoju i przekształceń przedsiębiorstwa, polityki dywidendowej, formy i struktury organizacyjnej [Shleifer, Vishny, 1997]. Ponadto doświadczenia międzynarodowej analizy porównawczej dostarczają informacji odnośnie wielości możliwych rozwiązań w strukturze własności i dokumentują znaczne zmiany zachodzące współcześnie w tym obszarze.

Przegląd literatury przedmiotu wskazuje, iż struktura własności jest najczęściej analizowana z perspektywy trzech wymiarów. Pierwszym są kwestie stopnia koncentracji własności [Morck, 2004; Bennedsen, Nielsen, 2006], drugi dotyczy tożsamości akcjonariuszy [Allen, Gale, 2000; Mallin, 2004], a trzeci obejmuje problematykę zwiększania kontroli przy danym poziomie udziałów we własności [Renneboog, 1999; Holmen, Högfeldt, 2005]. Odnośnie stopnia koncentracji w literaturze przedmiotu wyróżnia się akcjonariat rozproszony i skoncentrowany, wskazując na powszechność występowania pierwszego typu własności w gospodarkach anglosaskich i w przypadku największych spółek notowanych na giełdzie w różnych krajach [Allen i Gale, 2000]. Choć zatem to skoncentrowany akcjonariat jest częściej spotykany na świecie, ze względu na dominację gospodarek anglosaskich na rynku globalnym analizy z zakresu ładu korporacyjnego koncentrują się na problemach rozproszonego akcjonariatu, w tym głównie na konflikcie między akcjonariuszem a zarządzającym czy problemie jazdy na gapę [Shleifer i Vishny, 1997]. W ostatnich latach jednak, najprawdopodobniej ze względu na rosnące znaczenie gospodarek wchodzących, coraz więcej analiz dotyczy problematyki skoncentrowanej struktury własności, mechanizmów realizacji przez akcjonariuszy dominujących własnych interesów kosztem interesów akcjonariuszy mniejszościowych, aktywności akcjonariuszy większościowych i ich polityki

wobec posiadanych spółek, takich jak: polityka dywidendowa, polityka inwestycyjna, fuzje, przejęcia, wydzielenia.

Analizy struktury własności poświęcone udziałowi różnych grup akcjonariuszy wyróżniają inwestorów indywidualnych, inwestorów instytucjonalnych obejmujących inwestorów branżowych i finansowych, zarządzających oraz obecność państwa. Poszczególne grupy akcjonariuszy często mają inne oczekiwania wobec polityki spółki, a jednocześnie mogą cechować się różną pozycją ze względu na posiadane udziały. Taka sytuacja może prowadzić do konfliktów i stymulować akcjonariuszy do podejmowania działań, które pomogą realizować interesy konkretnej grupy. Warto jednocześnie zauważyć, iż w prowadzonych badaniach udział poszczególnych grup akcjonariuszy wiązano z różnymi poziomami efektywności spółki [Morck i inni, 1988; Woidtke, 2002].

Trzecim wątkiem w analizach nad strukturą własności są badania mechanizmów zwiększających kontrolę nad spółką przy danym poziomie zaangażowania kapitałowego. Do mechanizmów tych zalicza się stosowanie akcji uprzywilejowanych, zwiększających liczbę akcji przypadających na jedną akcję oraz budowanie struktur piramidowych zwiększających kontrolę nad spółką [Zattoni, 1999; Bennedsen i Nielsen, 2006]. Tworzenie struktur piramidowych omówiono szerzej w kolejnym punkcie.

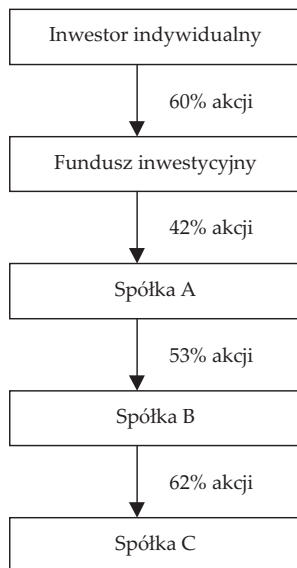
Warto także zaznaczyć, iż nowe badania z zakresu struktury własności analizują bardziej złożone kwestie, łącząc określoną charakterystykę akcjonariatu z wyceną spółki, kosztem kapitału [Guedhami i Mishra, 2009], polityką innowacyjną. Ponadto analizy te poszukują ostatecznych akcjonariuszy, dokładniej studiując struktury własności [Villalonga, Amit, 2007; Bona-Sanchez i inni, 2011] i śledzą ich dynamikę [Bennedsen, Nielsen, 2006; Abdesselam i inni, 2008].

1.2. Struktury piramidowe a koncentracja kontroli

Struktury piramidowe tworzone jako mechanizm zwiększenia kontroli oznaczają budowanie takich rozwiązań własnościowych, w których akcjonariusz posiada udziały nie bezpośrednio lub nie tylko bezpośrednio w spółce, ale głównie pośrednio poprzez inne podmioty. Innymi słowy struktury piramidowe tworzą wielopiętrowe zależności kapitałowe pomiędzy różnymi podmiotami [Bany-Ariffin i inni, 2010]. Kolejne piętra przyczyniają się do powstania bardzo złożonych struktur (o kształcie piramidy), przy założeniu, że między spółkami na poszczególnych poziomach zachodzą zależności kapitałowe pozwalające na utrzymanie kontroli [Morck, 2009]. Zabieg ten ma zapewnić utrzymanie określonego poziomu kontroli przy jednoczesnym obniżeniu zaangażowania kapitałowego [Zattoni, 1999; Almeida, Wolfenzon, 2005]. Oznacza to także, iż

w takiej piramidzie pojawi się akcjonariusz kontrolujący, niekoniecznie będący akcjonariuszem większościowym. W literaturze przedmiotu spotkać można nawet termin mniejszościowego akcjonariusza kontrolującego [Renneboog, 1999]. Ponadto struktury piramidowe często cechują się wysokim udziałem długu oraz w niektórych przypadkach, gdzie jest to prawnie dozwolone, powiązaniami krzyżowymi. W efekcie tak zwany akcjonariat wewnętrzny może stanowić znaczne udziały we własności. Schemat modelu piramidy przedstawiono na rysunku 1.

Rysunek 1. Model struktury piramidy



Źródło: Opracowanie własne.

Rysunek 1 przedstawia model piramidy. Kontrola przebiega od inwestora indywidualnego poprzez kolejne spółki finansowe i pozafinansowe do spółki C, która jest notowana na giełdzie. W przedstawionym przypadku występuje akcjonariusz większościowy, jednak, jak wspomniano wyżej, można spotkać także mniejszościowych akcjonariuszy kontrolujących, w przypadku, gdy udziały będą wynosić np. 30–40%, przy założeniu, iż taki poziom własności zapewnia kontrolę. Z definicji struktura piramidy wymaga obecności innych akcjonariuszy (indywidualnych lub instytucjonalnych), którzy będą posiadali mniejszościowe udziały w kontroli [Zattoni, 1999]. Przedstawiony model jest znacznie uproszczony. W praktyce bowiem spotyka się często łączenie posiadania udziałów bezpośrednio i pośrednio przez akcjonariusza większościowego. Kontrola może być re-

alizowana nie przez jedną, ale kilka powiązanych spółek na danym poziomie. Ponadto niektóre ze spółek mogą być spółkami sektora finansowego, spółkami nieprowadzącymi żadnej działalności operacyjnej (tylko posiadającymi udziały) czy spółkami zagranicznymi (w celu wykorzystania korzystniejszych przepisów podatkowych).

Z perspektywy ładu korporacyjnego struktury piramidowe przyczyniają się do powstania różnicy między prawami do kontroli a prawami do zysku (posiadanymi akcjami) [Almeida, Wolfenzon, 2005], co umożliwiła kontrolującemu akcjonariuszowi podejmowanie działania we własnym interesie kosztem akcjonariuszy mniejszościowych (transakcje z podmiotami powiązanymi, transakcje tunelowania, blokady dywidendy, obsadza zarządu i rady wyłącznie swoimi przedstawicielami) i może prowadzić do niższej wyceny spółki [Bany-Ariffin i inni, 2010]. Z tych właśnie względów struktury piramidowe często są krytykowane, choć wiele z nich nie podejmuje działań na szkodę akcjonariuszy [Holmen, Högfeldt, 2005].

2. Struktury piramidowe w Polsce

Badania nad strukturą własności polskich spółek są prowadzone od ponad 20 lat, od rozpoczęcia reform ustrojowych. Podobnie jak ma to miejsce w światowej literaturze przedmiotu, polskie badania uwzględniają przede wszystkim poziom koncentracji własności oraz tożsamość akcjonariuszy [Grossfeld, Tressel, 2001; Dzierżanowski, Tamowicz, 2002]. Dodatkowo, ze względu na rozwój rynku kapitałowego, przekształcenia własnościowe oraz powstanie wielu nowych przedsiębiorstw, prowadzone analizy dążą także do przedstawienia dynamiki zmian struktury własności polskich spółek. Badania dotyczyły procesów restrukturyzacyjnych czy planów naprawczych w zależności od scenariusza prywatyzacyjnego i tożsamości dominującego akcjonariusza [Mc-Dermott, 2001]. Wskazywano przykładowo na pozytywną rolę inwestorów zagranicznych, pasywność instytucji finansowych oraz niewielki udział pracowników w procesie zmian własnościowych [Konings, 2001; Kozarzewski, 2006]. Inną grupę opracowań stanowią analizy postępu procesu prywatyzacyjnego i polityki Skarbu Państwa wobec kontrolowanych spółek [Ministerstwo Skarbu Państwa, 2012]. Jednocześnie daną strukturę własności badacze starają się odnieść do strategii i efektywności działania przedsiębiorstw, choć ten nurt jest relatywnie słabo reprezentowany.

Prowadzone do tej pory badania nad strukturą własności wskazują między innymi na następujące cechy i zjawiska:

- struktura własności polskich spółek jest silnie skoncentrowana przy średnim udziale akcjonariusza większościowego kształtującym się na

- poziomie 41% [Grossfeld, Tressel, 2001; Dzierżanowski, Tamowicz, 2002; Urbanek, 2009],
- koncentracja własności utrzymuje się w czasie,
 - koncentracja własności ogranicza liczbę akcjonariuszy oraz liczbę akcji będącą przedmiotem obrotu giełdowego [Grossfeld, Tressel, 2001; Dzierżanowski, Tamowicz, 2002],
 - procesy prywatyzacyjne przyczyniły się do dużego udziału inwestorów strategicznych (branżowych), zagranicznych i krajowych – należą oni do jednej najczęściej spotykanych grup akcjonariuszy [Kozarzewski, 2006],
 - rozwój gospodarczy, rozwój rynku kapitałowego oraz rosnąca liczba debiutów giełdowych, w szczególności od momentu wstąpienia Polski do Unii Europejskiej, przyczyniły się do wzrostu udziału inwestorów indywidualnych, głównie założycieli. Obecnie założyciele, ich rodziny i inni inwestorzy indywidualni stanowią najczęściej odnotowywaną grupę akcjonariuszy. Inwestorzy ci często angażują się w zarządzanie [Urbanek, 2009; Aluchna, 2013].

Struktura własności polskich spółek koresponduje z obserwacjami dotyczącymi charakterystyki gospodarek wschodzących i transformujących się [Berglöf, Claessens, 2006; Bank Światowy, 2005], a także z charakterystyką europejskiej gospodarki kontynentalnej i systemu prawa cywilnego [Coffee, 1999]. Mimo jednak wielu analiz poświęconych strukturze własności polskich spółek oraz zmian zachodzących w tym obszarze, praktycznie nie spotyka się opracowań podejmujących kwestie stosowania mechanizmów zwiększenia kontroli przez akcjonariuszy większościowych. Nieliczne opracowania wskazują na stosowanie przez spółki akcji uprzywilejowanych [Adamska, 2010], podczas gdy problem budowania struktur piramidowych nie jest szerzej analizowany [Aluchna, 2013]. Tymczasem nieliczne badania w tym zakresie wskazują na znaczną powszechność wykorzystywania struktur piramidowych przez największe spółki giełdowe [Aluchna, 2013], co sygnalizuje potencjał w takiej formie własnościowej zapewniającej kontrolę nad spółką przy jednocześnie niższym zaangażowaniu kapitałowym.

3. Struktury piramidowe w polskich spółkach giełdowych – wstępne wyniki badań

3.1. Cel i metodologia badań

Badanie miało na celu rozpoznanie stosowania struktur piramidowych przez polskie spółki giełdowe wraz z określeniem podstawowej charak-

terystyki odnoszącej się do struktury własności i mechanizmów kontroli. Pytania badawcze sformułowano następująco:

1. Jak przedstawia się struktura własności badanych spółek?
 - w odniesieniu do poziomu koncentracji
 - w odniesieniu do tożsamości akcjonariuszy
2. Ile spółek giełdowych w Polsce stosuje struktury piramidowe?
3. Czy stosowanie struktur piramidowych jest powszechniejsze niż stosowanie akcji uprzywilejowanych?
4. Jak bardzo złożone są struktury piramidowe występujące w polskich spółkach giełdowych (tzn. z ilu pięter najczęściej się składają)?
5. Jaka struktura własności towarzyszy stosowaniu struktur piramidowych?
 - jaki jest poziom koncentracji własności w tych spółkach?
 - jakie grupy akcjonariuszy tworzą struktury piramidowe?

Badanie niniejsze będące częścią większego projektu odnosi się zatem do podstawowej charakterystyki spółek giełdowych wykorzystujących struktury piramidowe i dokonuje ogólnego rozpoznania tych struktur w Polsce.

Głównym problemem metodologicznym niniejszego badania jest brak baz danych. W rezultacie na potrzeby prowadzonej analizy ręcznie zebrano dane dotyczące struktury własności spółek giełdowych zakwalifikowanych do próby. Dane dotyczyły wielkości spółek (kapitalizacja rynkowa), charakterystyki struktury własności, w tym stopnia koncentracji, tożsamości akcjonariuszy, liczby akcjonariuszy, stosowania struktury piramidowej wraz z określeniem liczby pięter oraz stosowania akcji uprzywilejowanych. Większość badań nad ładem korporacyjnym i strukturą własności koncentruje się zazwyczaj na dużych spółkach giełdowych, co może zaburzać wyniki i dostarczać niewłaściwego obrazu polskich spółek giełdowych. Z tego też względu na potrzeby niniejszego badania próba objęła 100 spółek giełdowych dobranych następująco:

- 25% największych spółek z pierwszej setki spółek giełdowych według kapitalizacji rynkowej,
- 25% największych spółek z drugiej setki spółek giełdowych według kapitalizacji rynkowej,
- 25% największych spółek z trzeciej setki spółek giełdowych według kapitalizacji rynkowej,
- 25% największych spółek z czwartej setki spółek giełdowych według kapitalizacji rynkowej.

Do badania wykorzystano dane dotyczące struktury własności pochodzące z raportów rocznych badanych spółek za 2011 rok oraz kapitalizacji

rynkowej za 2011 rok zgodnie ze statystykami przygotowanymi przez GPW w Warszawie. Zmienne wykorzystane w badaniu objęły następujące dane:

- wielkość spółki i jej przedział w podziale na 4 grupy,
- poziom koncentracji własności mierzony udziałem kontrolowanych głosów przez akcjonariusza dominującego,
- stosowanie struktury piramidowej,
- liczba pięter w piramidzie,
- stosowanie akcji uprzywilejowanych,
- tożsamość akcjonariusza większościowego (państwo, zagraniczny inwestor branżowy, krajowy inwestor branżowy, założyciel/inwestor indywidualny, instytucja finansowa, inne).

Badanie było prowadzone między październikiem 2012 a lutym 2013 roku.

3.2. Wstępne wyniki badań

Analizując postawione pytania badawcze, uzyskano następujące wstępne wyniki badań.

Przed wszystkim w próbie 100 badanych spółek znakomita większość (71%) cechowała się skoncentrowaną strukturą własności ze średnim udziałem większościowego akcjonariusza na poziomie 43%. W wielu przypadkach odnotowano jednak powiązania rodzinne bądź kapitałowe między akcjonariuszem większościami a pozostałymi akcjonariuszami. Dodatkowe analizy miały na celu dokładne określenie potencjalnie występujących powiązań i koalicji między akcjonariuszami, co zwiększałoby poziom koncentracji własności. Łącznie zidentyfikowano 33% takich przypadków. Przy uwzględnieniu potencjalnych koalicji i powiązań między akcjonariuszami szacunkowa kalkulacja poziomu koncentracji wyniosła 50%. Ze względu na trudności w dostępie do danych należy jednak ten wynik traktować z dużą ostrożnością. Dominującą grupą akcjonariuszy wśród akcjonariuszy większościowych okazali się być strategiczni inwestorzy krajowi oraz założyciele i inni inwestorzy indywidualni, stanowiąc odpowiednio 30% i 29% przypadków. 15% spółek było kontrolowanych przez inwestora zagranicznego, 14% przez instytucję finansową, 11% przez Skarb Państwa. Jedna spółka była w posiadaniu porozumienia pracowników. Taki obraz struktury własności jest pochodną doboru próby, uwzględniającej także największe spółki. Poza grupą około 20 największych spółek giełdowych udział Skarbu Państwa w strukturze własności jest praktycznie niespotykany. Statystyki opisowe wskazały, iż 56% spółek z próby stosuje struktury piramidowe, co sygnalizuje dużą powszechność występowania tych form własności. Ponadto akcje uprzywilejowane były stosowane jedynie w przypadku 14%. Struktury piramidowe są zatem

częściej wykorzystywane przez polskie spółki giełdowe i jest to różnica istotna statystycznie ($t(99)=6,74$; $p=0,0001$).

Dalsze analizy miały na celu określenie, jak bardzo złożone są struktury piramidowe występujące w polskich spółkach giełdowych, czyli ustalenie, z ilu pięter najczęściej one się składają. Analizy te prowadzono w odniesieniu do 56 spółek, w których zidentyfikowano występowanie piramidy. Ustalenie tej charakterystyki napotkało na wiele problemów związanych z dostępem do danych. Dostęp jest łatwiejszy w przypadku, gdy spółki z piramidy są notowane na giełdzie. Pomocne okazały się także informacje zawarte w Krajowym Rejestrze Sądowym (te dane także pozwalały ustalić występowanie ewentualnych powiązań między przykładowo inwestorem indywidualnym w spółce i jednocześnie kontrolującym spółkę z kolejnego piętra w piramidzie). Jednak w niektórych przypadkach (12 spółek) kolejnym podmiotem w piramidzie była albo spółka zagraniczna albo taka, o której nie pozyskano dodatkowych informacji o ewentualnych kolejnych poziomach piramidy. Na podstawie tych szacunkowych danych zaobserwowano, iż większość 52 spółek stosuje dość proste dwu- lub trzypiętrowe piramidy. Kolejne analizy miały na celu określenie, jaka struktura własności towarzyszy stosowaniu struktur piramidowych. W odniesieniu do poziomu koncentracji własności nie zaobserwowano statystycznie istotnych różnic w spółkach, które stosują struktury piramidowe wobec tych, które ich nie stosują. W odniesieniu natomiast do tożsamości akcjonariuszy odnotowano, iż struktury piramidowe tworzą głównie inwestorzy branżowi krajowi i zagraniczni. Takich struktur nie wykorzystuje Skarb Państwa. Interesującą obserwacją jest także ta, że aż 29% spółek z próby jest bezpośrednio kontrolowanych przez inwestora indywidualnego, czyli nie przyjmuje struktury piramidy, mimo iż ma idealne ku temu warunki. Ważną obserwacją na przyszłość jest to, czy taka forma się utrzyma, czy jednak ci inwestorzy indywidualni zdecydują się przyjąć formę piramidy jako mechanizm kontroli.

3.3. Kierunki badań na przyszłość

Niniejsze opracowanie przedstawia jedynie wstępne wyniki badań, sygnalizujące podstawowe zagadnienia i ogólną charakterystykę spółek giełdowych stosujących struktury piramidowe. Te wstępne wyniki wskazują, że problematyka struktur piramidowych jest bardzo złożona i obszerna oraz iż wymaga dalszych pogłębionych studiów i analiz. Przedstawione opracowanie nie jest wolne od ograniczeń i słabości, do których zaliczyć należy przede wszystkim wstępny etap analiz. Poważnym ograniczeniem jest także mała próba badawcza i to zgromadzona za jeden rok. Niewątpliwie cennym okazałoby się wzbogacenie materiału empirycznego zarówno

obejmującego większą liczbę spółek, jak i przedstawiającym analizowane zjawiska w sposób dynamiczny, na przestrzeni kilku lat. Dalsze badanie struktur piramidowych powinno dokonać analiz statystycznych w poszukiwaniu związków między poszczególnymi zmiennymi w strukturze własności. Ponadto interesujące byłoby odniesienie charakterystyki struktury własności do stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego lub innych działań podejmowanych przez spółki.

Zakończenie

Niniejszy artykuł przedstawia wstępne wyniki badania przeprowadzonego na próbie 100 spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie dotyczącego charakterystyki ich struktur własności, w tym przede wszystkim stosowania struktur piramidowych. Celem opracowania było przedstawienie podstawowej charakterystyki budowania struktur piramidowych w Polsce w odniesieniu do wielkości spółki, koncentracji własności, tożsamości akcjonariuszy czy stosowania innych mechanizmów zwiększających poziom kontroli, jak akcje uprzywilejowane. Przedstawione wstępne wyniki badań wskazują na dużą powszechność stosowania struktur piramidowych przez polskie spółki giełdowe, w szczególności te kontrolowane przez zagranicznych i krajowych inwestorów branżowych oraz założonych po 1989 roku przez przedsiębiorców. Piramidy nie występują natomiast w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa. Struktury piramidowe przyjmują relatywnie prostą postać dwu- lub trzy piętrowych form i są chętniej stosowanym mechanizmem zwiększania kontroli niż akcje uprzywilejowane. Uzyskane wstępne wyniki wskazują jednocześnie na duże znaczenie struktur piramidowych dla zrozumienia mechanizmów własności i kontroli oraz systemu ładu korporacyjnego w Polsce. Z tych też względów analizy nad strukturami piramidowych występującymi w polskich spółkach giełdowych będą kontynuowane.

Literatura

1. Abdesselam R., Ciepły S., Le Nadant A. (2008), *Transfers of ownership rights: An empirical study of five European countries*, "Brussels Economic Review", vol. 51.
2. Adamska A. (2010), *Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach giełdowych* [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu*, Uniwersytet Łódzki, Łódź.
3. Allen F., Gale D. (2000), *Comparing financial systems*, the MIT Press, Cambridge.

4. Almeida H., Wolfenzon D. (2005), *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=721801, dostęp dnia 07.02.2013.
5. Aluchna M. (2013), *Piramidal structures in Poland*, „Organizacja i Kierowanie”, w druku.
6. Bany-Ariffin A., Nor F., McGowan C. (2010), *Pyramidal structure, firm capital structure exploitation and ultimate owners' dominance*, „International Review of Financial Analysis”, vol. 19.
7. Bennedsen M., Nielsen K. (2006), *The principle of proportional ownership, investors protection and firm value in Western Europe*, ECGI working paper no. 134.
8. Berglöf E., Claessens S. (2006), *Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies*, „World Bank Research Observer”, vol. 21 (1).
9. Bona-Sanchez C., Perez-Aleman J., Sanata-Martin D. (2011), *Ultimate ownership and earnings conservatism*, „European Accounting Review”, vol. 20.
10. Coffee J. (1999), *Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure*, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper no. 158, <http://www2.law.columbia.edu/law-economicstudies/papers/workp158.pdf>, dostęp dnia 05.02.2013.
11. Dzierżanowski P., Tamowicz P. (2002), *Ownership and control of Polish listed corporations*, <http://ssrn.com/paper=386822>, dostęp dnia 05.02.2013.
12. Grosfeld I., Tressel T. (2001), *Competition and corporate governance: Substitutes or complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, William Davidson Institute, Working Paper No. 369, <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp369.pdf>, dostęp dnia 05.02.2013.
13. Guedhami O., Mishra D. (2009), *Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International Evidence*, „The Financial review”, vol. 44.
14. Holmen M., Högfeldt P. (2005), *Pyramidal discounts: Tunneling or agency costs?*, Finance Working Paper, no. 73, European Corporate Governance Institute.
15. Kozarzewski P. (2006), *Privatization and corporate governance in Poland: Problems and trends*, Center for Social and Economic Research (CASE) Working Paper No. 325, <http://ssrn.com/abstract=1016055>, dostęp dnia 05.02.2013.
16. Mallin Ch. (2004), *Corporate governance*, Oxford University Press.

17. Mc-Dermott G. (2000), *Network restructuring and firm creation in East-Central Europe: A public-private venture*, William Davidson Working Paper, No. 361, <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp361.pdf>, dostęp dnia 07.02.2013.
18. Morck R. (2005), *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers*, University of Chicago Press.
19. Morck R. (2009), *The riddle of the great pyramids*, National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 14858.
20. Mock R., Shleifer A., Vishny R. (1988), *Management ownership and market valuation: An empirical analysis*, "Journal of Financial Economics", no 20.
21. *Przebieg procesów przekształceń własnościowych wg stanu na dzień 31.12.2011* (2012), Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa.
22. Renneboog L. (1999), *Shareholdings concentration and pyramidal ownership structures in Belgium: stylized facts*, www.ssrn.com/abstract=1395, dostęp dnia 07.02.2013.
23. *Raport dotyczący przestrzegania norm i kodeksów. Ocena nadzoru korporacyjnego w kraju* (2005), Bank Światowy, Polska.
24. Shleifer A., Vishny R. (1997), *A survey of corporate governance*, "Journal of Finance", vol. 52.
25. Urbanek P. (2009), *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego [w:] Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Uniwersytet Gdański, nr. 1.
26. Villalonga B., Amit R. (2007), *How are US family forms controlled?*, <http://ssrn.com/abstract=891004>, dostęp dnia 05.02.2013.
27. Woidtke T. (2002), *Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value*, "Journal of Financial Economics", vol. 63.
28. Zattoni A. (1999), *The structure of corporate groups: The Italian case*, "Corporate Governance", vol. 7, no. 1.

Streszczenie

Struktura własności jest jedną z kluczowych cech charakteryzującą spółkę, stąd analizy akcjonariatu spółek giełdowych pomogą w zrozumieniu zmian zachodzących w systemie ładu korporacyjnego. Najnowsze opracowania poświęcone problematyce struktury własności identyfikują wiele różnych wzorów i form własności i kontroli oraz wiążą określoną strukturę akcjonariatu z polityką i strategią przedsiębiorstwa. Niniejsze opracowanie przybliży problematykę struktur piramidowych, które stanowią powszechnie występującą formę własności i kontroli. Wstępne wyniki badań wskazują na znaczną powszechność tych struktur także wśród spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz prezentują podstawową ich charakterystykę.

Słowa kluczowe

struktury piramidowe, struktura własności, ład korporacyjny, Polska

Pyramidal structures in Polish listed companies.

Discussion of initial research results (Summary)

The ownership structure is one of the crucial features of companies and therefore the analysis of shareholders' structure of public listed companies allow to understand trends and changes in corporate governance system. The latest studies of ownership structure indicate different patterns and forms of ownership and control as well as relate various shareholders' structure to corporate policy and strategy. The article discusses the aspects of ownership structure with the emphasis put on the pyramids as the popular form for separation cash flow and control rights. The article presents the initial research results on the sample of companies listed on the Warsaw Stock Exchange presenting their general characteristics.

Keywords

pyramidal structures, ownership structure, corporate governance, Poland