

**Krzysztof Postrach\***

## **Tworzenie wartości dla akcjonariuszy w świetle nadzoru korporacyjnego**

### **Wstęp**

W skoncentrowanych strukturach własności nadużywanie swojej pozycji przez akcjonariuszy dominujących w spółkach publicznych zalicza się do głównych problemów, z jakimi w teorii i praktyce boryka się nadzór korporacyjny. Nieznana jest jednak skala tego zjawiska. Poznanie jego skali jest z wielu powodów uzasadnione, choć jest praktycznie bardzo trudne. Warto jednak w tym kierunku zmierzać, aby poznać, w jakim zakresie zjawisko to oddziałuje na odnotowywaną w spółkach publicznych destrukcję wartości. Poza aspektem czysto poznawczym takie badania mają znaczenie praktyczne. Chodzi nie tylko o poznanie strat, na jakie narażeni są akcjonariusze mniejszościowi. Spółki, w których ma miejsce transfer wartości (będziemy zamiennie używali określenia „prywatne korzyści kontroli”), są nisko wyceniane przez rynek, co ogranicza ich możliwości pozyskiwania kapitału w drodze emisji akcji. Wpływa to negatywnie na rozwój rynku kapitałowego, podobnie jak osłabienie zaufania inwestorów do spółek, w których dokonuje się transferu wartości.

W artykule zaprezentowano wyniki badań dotyczących wpływu struktur własności spółek publicznych na ich wyniki ekonomiczne analizowane z punktu widzenia tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Chodzi o strukturę własności rozpatrywaną pod kątem stopnia koncentracji własności i kontroli oraz typu dominującego akcjonariusza.

Celem opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie, czy zjawisko transferu wartości ze spółki można uznać za przyczynę niskiej efektywności działania spółek publicznych. Zastosowano metodę analizy wyników badań poświęconych zależnościom między strukturami własności w spółkach publicznych a ich wynikami ekonomicznymi. Szczególną uwagę zwrócono na występowanie tego zjawiska w grupach kapitałowych, jako że mają one przeważający udział w kapitalizacji warszawskiej giełdy. Przytoczono przypadki transferu wartości w celu zwrócenia uwagi na uwarunkowania tego zjawiska związane ze strukturą własności.

---

\* Dr, Katedra Analizy Ekonomicznej i Finansów, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Politechnika Gdańska, ul. Narutowicza 11/12, 80-233 Gdańsk, krzysztof.postrach@zie.pg.gda.pl

## 1. Badania efektywności spółek publicznych w Polsce

W badaniach efektywności spółek giełdowych można wyodrębnić dwa nurty. W jednym z nich efektywność spółek analizowana jest w oderwaniu od struktur własności, w drugim, który nawiązuje do nadzoru korporacyjnego, bada się wpływ struktur własności na kształtowanie się wybranych wskaźników opartych na danych księgowych i rynkowych. W przytaczanych badaniach bazować się będzie na miernikach opartych na danych księgowych. Można je określić jako wewnętrzne mierniki kreacji wartości spółki (EVA, nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego). Uznano je za mierniki tworzenia wartości dla akcjonariuszy w wymiarze księgowym<sup>1</sup> (o kreacji wartości dla akcjonariuszy w ścisłym tego słowa znaczeniu świadczą rynkowe mierniki, takie jak nadwyżkowa całkowita stopa zwrotu z akcji).

Jedno z pierwszych badań dotyczących tworzenia wartości dla akcjonariuszy, oparte na ekonomicznej wartości dodanej (EVA), objęło 164 spółki notowane na GPW w Warszawie. W okresie drugi kwartał 1995 r. – czwarty kwartał 2000 r. tylko nieliczne spółki (od kilku do 33 spółek w najkorzystniejszym kwartale) wypracowały dodatnią EVA [Cwynar, Cwynar, 2002, s. 406]. Późniejsze badania EVA spółek niefinansowych notowanych na rynku podstawowym GPW potwierdziły deprecjację przez spółki kapitału pozostawionego im przez akcjonariuszy (dotyczyły 124 spółek niefinansowych notowanych co najmniej przez 5 lat na GPW w Warszawie) [Szewc-Rogalska, 2012]. W kolejnych latach 2010 – 2013 odsetek spółek z ujemną EVA kształtował się w granicach 55–76% [Rankingi EVA, 2010, 2011, 2012, 2013].

Nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego (prezentowana w tablicy 1) liczona jest jako różnica między stopą zwrotu z kapitału własnego (ROE) a stopą zwrotu oczekiwaną przez akcjonariuszy, tj. kosztem kapitału własnego (CE). Wskaźnik ten stanowi względne ujęcie uproszczonej formy ekonomicznej wartości dodanej (EVA) jako zysku ekonomicznego dla właścicieli opartego na zysku netto [Szewc-Rogalska, 2012, s. 17]. Z zaprezentowanych danych wynika, że odsetek spółek, które miały dodatnią nadwyżkową stopę zwrotu z kapitału własnego, a więc powiększały swoją wartość (kreowały potencjalną wartość dla akcjonariuszy), wahał się w poszczególnych latach między 24,5% a 47,9%. Ozna-

<sup>1</sup> Należy jednak mieć na uwadze, że nie są to typowe mierniki księgowe, ponieważ uwzględniają koszt kapitału, który nie jest wykazywany w rachunkowości przedsiębiorstwa.

cza to, że większość spółek w każdym z tych lat powodowała destrukcję wartości dla akcjonariuszy w wymiarze księgowym.

**Tablica 1. Stopa zwrotu i nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego w badanych spółkach**

| Rok       | Mediana ROE (w %) | Mediana ROE – C <sub>E</sub> (w %) | Struktura spółek ze względu na poziom nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE – C <sub>E</sub> ) |        |      |
|-----------|-------------------|------------------------------------|--|--------|------|
|           |                   |                                    | < -10%   | -10–0% | > 0% |
| 2004      | 6,3               | -6,2                               | 36,2   | 25,9   | 37,9 |
| 2005      | 4,8               | -5,0                               | 35,6   | 26,3   | 38,1 |
| 2006      | 9,3               | -1,8                               | 22,3   | 29,8   | 47,9 |
| 2007      | 9,4               | -1,8                               | 18,9   | 41,0   | 40,1 |
| 2008      | 5,4               | -7,4                               | 40,2   | 35,3   | 24,5 |
| 2004–2008 | 7,3               | -4,2                               | 30,6   | 31,7   | 37,7 |

Źródło: [Szewc-Rogalska, 2012, s. 223–224].

Spółki notowane na warszawskiej giełdzie charakteryzują się przeciętnie wysokim stopniem koncentracji własności i kontroli. W 2004 r. w ponad połowie badanych spółek (analizowano 143 spółki notowane na GPW co najmniej przez 7 lat) występował akcjonariusz posiadający pakiet kontrolny powyżej 49% [Aluchna i inni, 2005, s. 20]. W 2011 r. nadal utrzymywał się wysoki poziom koncentracji własności. Średnia wartość udziału we własności pierwszego akcjonariusza wynosiła 41%, a w ponad połowie spółek udział ten przekraczał 38% (dla dwóch największych akcjonariuszy był powyżej 50%)<sup>2</sup>.

Mamy więc do czynienia ze spółkami o skoncentrowanych strukturach własności i kontroli. Wskazuje się, że w takich strukturach są większe możliwości uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli [Dyck, Zingales, 2004, s. 537]. Mają one negatywny wpływ na wyniki ekonomiczne tych spółek<sup>3</sup>. Trudno jest określić, w jakim stopniu prywatne korzyści kontroli miały wpływ na przytoczone wyżej wyniki ekonomiczne spółek giełdowych. Porównanie wyników ekonomicznych spółek publicznych

<sup>2</sup> Badano 386 spółek krajowych notowanych na rynku regulowanym GPW w Warszawie [Adamska, 2013, s. 102].

<sup>3</sup> Dla pełnego obrazu należy uwzględnić korzyści, jakie spółka osiąga dzięki wartościom, które wnosi do spółki akcjonariusz dominujący. Bilans korzyści i strat zależy od typu dominującego akcjonariusza.

i niepublicznych w grupach podobnych pod względem cech wewnętrznych i otoczenia, w którym funkcjonują, ułatwiłoby uzyskanie odpowiedzi na pytanie, jaki wpływ na wyniki spółek publicznych mają transfery wartości dokonywane przez dominujących akcjonariuszy. Takie podejście jest uzasadnione faktem, iż spółki publiczne różnią się pod względem struktury własności od spółek niepublicznych, mimo iż w obu mamy do czynienia ze skoncentrowanymi strukturami własności. W spółkach niepublicznych występuje silniej skoncentrowana własność, co sprawia, że transferowanie wartości (transfery zysku) jest mało opłacalne, chyba że wchodzi w grę względy podatkowe. Ponadto w spółkach tych mamy do czynienia z wąskim kręgiem akcjonariuszy wzajemnie się kontrolujących. W rezultacie nie występuje w nich z takim nasileniem jak w spółkach giełdowych problem agencji na linii akcjonariusz kontrolujący–akcjonariusze mniejszościowi. Natomiast w spółkach publicznych kontrola sprawowana jest przy na tyle niskim zaangażowaniu kapitałowym, że z jednej strony uzyskiwanie prywatnych korzyści kontroli staje się opłacalne (więcej się zyskuje niż traci w wyniku transferów), z drugiej zaś strony jest ono łatwiejsze, ponieważ monitorowanie poczynań dominującego akcjonariusza przez pozostałych akcjonariuszy odbywa się często w stopniu niedostatecznym, chociażby z powodu zjawiska określanego jako „jazda na gapę”.

Można odwołać się do fragmentarycznych badań<sup>4</sup>, z których wynika, że w największych krajowych przemysłowych spółkach niepublicznych mediana wskaźnika ROA wynosi 4,8%. Należy przypuszczać, że występuje w nich, podobnie jak w spółkach publicznych, duży odsetek spółek, które nie tworzą wartości dla akcjonariuszy, jako że wskaźnik ten dla spółek giełdowych jest w tym badaniu podobny i wynosi 4,7% [Staniłko, 2014, s. 42]. Badania te, mimo że odnoszą się do populacji spółek ograniczonej do największych i miernika efektywności nieodzwierciedlającego bezpośrednio tworzenia wartości dla akcjonariuszy, można jednak traktować jako wskazówkę, że destrukcja wartości nie jest cechą tylko spółek giełdowych.

W tej sytuacji pozostaje doszukiwanie się przyczyn zróżnicowania wyników ekonomicznych spółek giełdowych z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego. Czynników wpływających na zróżnicowanie tych wyników jest wiele. Skupimy się na tych, które są związane z prywatnymi ko-

<sup>4</sup> Badaniami objęto największe pod względem przychodów ze sprzedaży krajowe spółki przemysłowe (45 spółek publicznych i 46 spółek niepublicznych).

rzyściami kontroli, tj. koncentracją własności oraz typem dominującego akcjonariusza.

Wychodząc z założenia, że wyższy stopień koncentracji własności pozwala na uzyskiwanie większej kontroli i tym samym daje większe możliwości uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli, powinniśmy mieć do czynienia z ujemną korelacją między stopniem koncentracji własności a wynikami ekonomicznymi spółki. Tak byłoby, gdyby nie fakt, że wraz ze wzrostem koncentracji własności zwiększa się u dominującego akcjonariusza motywacja do monitorowania kierownictwa, angażowania się w poprawę jakości zarządzania spółką, co pozytywnie wpływa na wyniki ekonomiczne i wartość spółki. Sprawia to, że wyniki badań wpływu koncentracji własności na osiągnięte wyniki nie są jednoznaczne. Z jednych badań wynika, że istnieje słaby, pozytywny związek między koncentracją własności a wskaźnikiem Q Tobina [Aluchna i inni, 2005, s. 10] (wskaźnik Q Tobina różni się od wskaźników opartych na wynikach ekonomicznych, bo uwzględnia wycenę rynkową spółki). Z kolei badania oparte na tym samym wskaźniku w odniesieniu do wszystkich firm notowanych na giełdzie w Oslo w latach 1989–1997 wykazały, że z wyższą koncentracją własności wiąże się niższy wskaźnik Q Tobina [Gruszczyński, 2014, s. 99–100]. Podobną zależność, ale w odniesieniu do wskaźnika ROA, wykazały badania na próbie 361 firm niemieckich z lat 1991–1996 [Gruszczyński, 2014, s. 100].

Jedno z pierwszych badań dotyczących spółek publicznych w Polsce wykazało, że na wycenę spółek mierzoną wskaźnikiem Q Tobina wpływa dodatkowo koncentracja własności (badaniem objęto 125 spółek w latach 1997–2000). Uzasadniono to większą motywacją u dominującego akcjonariusza do monitorowania zarządu [Claessens i inni, 2002, s. 17]. W innych badaniach (dotyczyły 143 spółek publicznych notowanych w latach 1997–2004) nie stwierdzono statystycznie istotnych zależności pomiędzy wielkością udziału największego akcjonariusza a wybranymi wskaźnikami ekonomicznymi [Aluchna i inni, 2005, s. 25]. Jak widać, trudno jest jednoznacznie określić wpływ koncentracji własności na wyniki ekonomiczne spółek publicznych w Polsce. Można zakładać, że w przekroju typów akcjonariuszy występują korelacje między koncentracją własności a wynikami ekonomicznymi o przeciwnych kierunkach. Wówczas przytoczone wyniki badań mogą nie dziwić, jako że odnoszą się do struktur własności bez podziału na typy akcjonariuszy. Potwierdzają te przypuszczenia

badania A. Szewc-Rogalskiej. Wynika z nich, że [Szewc-Rogalska, 2012, s. 229–230]:

- wyższym udziałom menedżerów we własności towarzyszył wzrost poziomu nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego,
- wraz ze wzrostem we własności udziałów innych inwestorów indywidualnych (niebędących członkami zarządu i rad nadzorczych) obniżał się poziom nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego,
- wyższym udziałom krajowych inwestorów branżowych w strukturach własnościowo-kontrolnych towarzyszyła niższa nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego,
- między udziałami zagranicznych inwestorów branżowych a poziomem nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego występowała dodatnia zależność.

Rozpatrując wpływ prywatnych korzyści kontroli na tworzenie wartości dla akcjonariuszy, należy w świetle tych badań zwrócić szczególną uwagę na inwestorów indywidualnych (niebędących członkami zarządu i rad nadzorczych) oraz krajowych inwestorów branżowych. Rola tych inwestorów w kontekście tworzenia wartości dla akcjonariuszy będzie jeszcze dokładnie omówiona.

W świetle nadzoru korporacyjnego za jedno z głównych uwarunkowań tworzenia wartości dla akcjonariuszy uważa się podmiotową strukturę własności. Z zaprezentowanych w tablicy 2 danych wynika, że w przypadku niektórych kategorii dominujących akcjonariuszy występuje istotne zróżnicowanie między nimi nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego. Najwyższą rentownością kapitału własnego, jak i nadwyżkową stopą zwrotu z kapitału własnego charakteryzowały się spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Specyfiką spółek z tej grupy jest to, że wiele z nich działa w branżach, w których posiadają silną pozycję rynkową, a konkurencja jest w tych branżach ograniczona przez występowanie dużych barier wejścia (np. branża paliwowa, energetyczna). Mając na uwadze wykazaną wcześniej destrukcję wartości dla akcjonariuszy, która dotyczy dużego odsetka spółek, należałoby skupić się na grupach spółek charakteryzujących się najgorszymi wskaźnikami efektywności. Jak wynika z danych w tablicy 2, są to przede wszystkim spółki z grup, w których kontrolę sprawuje inwestor indywidualny (grupa G4) oraz krajowy inwestor branżowy (grupa G5). Niskiej rentowności kapitału własnego (1,5% i 3,8%) towarzyszy ujemna nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego (–13,0% oraz –9,0%). Odsetek spółek z ujemną nad-

wyżkową stopą zwrotu w tych grupach wynosi odpowiednio 83,4% i 76%. W związku z tym wskazane jest scharakteryzować te dwie kategorie dominujących akcjonariuszy z punktu widzenia możliwości tworzenia przez nich wartości dla akcjonariuszy, jak i jej destrukcji.

**Tablica 2. Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) i nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE-CE) w grupach spółek zróżnicowanych pod względem struktury własnościowo-kontrolnej w latach 2004–2008**

| Grupa spółek               | Mediana ROE (w %) | Mediana ROE – C <sub>E</sub> (w %) | Struktura spółek ze względu na poziom nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE – C <sub>E</sub> ) |        |      |
|----------------------------|-------------------|------------------------------------|--|--------|------|
|                            |                   |                                    | < -10%   | -10-0% | > 0% |
| G1 RN                      | 6,4               | -6,1                               | 41,3   | 26,3   | 32,5 |
| G2.1 RN_MEN_IND            | 12,5              | 0,4                                | 33,3   | 16,7   | 50,0 |
| G2.2 FINAN (F.INW)_IND_MEN | 5,9               | -4,4                               | 37,2   | 35,9   | 26,9 |
| G2.3 SP_FINAN_RN           | 15,2              | 6,1                                | 23,8   | 4,8    | 71,4 |
| G3 FINAN (OFE+UBP)         | 7,2               | -4,2                               | 29,0   | 32,3   | 38,7 |
| G4 IND                     | 1,5               | -13,0                              | 59,0   | 24,4   | 16,7 |
| G5 BRA_K                   | 3,8               | -9,0                               | 41,8   | 34,2   | 24,1 |
| G6 MEN                     | 9,7               | -1,6                               | 14,6   | 41,6   | 43,8 |
| G7 BRA_Z                   | 8,8               | -0,1                               | 17,2   | 33,6   | 49,1 |

Sprawowanie kontroli przez: RN – członków rad nadzorczych, MEN – menedżerów, IND – innych inwestorów indywidualnych, FINAN – inwestorów finansowych, F.INW – fundusze inwestycyjne, SP – Skarb Państwa, OFE – otwarte fundusze emerytalne, UBP – towarzystwa ubezpieczeniowe, BRA-K – branżowych inwestorów krajowych, BRA-Z – branżowych inwestorów zagranicznych.

Na pierwszym miejscu podano typ akcjonariusza sprawującego efektywną kontrolę w spółce, poza grupą G2.2, w której inwestorzy finansowi nie sprawują kontroli, tylko mają przewagę nad pozostałymi typami akcjonariuszy (indywidualnymi i menedżerami).

Źródło: [Szewc-Rogalska, 2012, s. 226, 231].

## 2. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy w grupach kapitałowych

Wyszczególnione w tablicy 2 grupy spółek kontrolowane przez inwestora branżowego należy zakwalifikować jako spółki zależne wchodzące w skład grup kapitałowych inwestora branżowego. Wiele z tych spółek jednocześnie występuje jako jednostki dominujące w grupie kapitałowej

niższego szczebla. Ta podwójna rola ma znaczenie z punktu widzenia uwarunkowań tworzenia wartości dla akcjonariuszy w grupach spółek kontrolowanych przez inwestora branżowego.

Przyczyny tworzenia i cele funkcjonowania grup kapitałowych są wielorakie. Można je sprowadzić do korzyści, których uzyskanie w ramach pojedynczego przedsiębiorstwa jest niemożliwe lub nieopłacalne [Trocki, 2004, s. 42]. W związku z tym uważa się, że grupy kapitałowe powinny charakteryzować się wyższą efektywnością niż pojedyncze przedsiębiorstwa. Tymczasem okazuje się, że w ramach polskich spółek publicznych spółki należące do grup kapitałowych były pod względem efektywności mierzonej wskaźnikiem ROE mniej efektywne od spółek nienależących do grupy kapitałowej [Aluchna, 2007, s. 284]. Są więc podstawy, by twierdzić, że badane grupy kapitałowe nie wykorzystywały możliwości osiągnięcia efektów skali, zakresu, synergii. Jeśli te możliwości były wykorzystywane, to – jak dowodzą uzyskiwane wyniki – w stopniu niewystarczającym dla zrekompensowania strat z działań prowadzących do destrukcji wartości. Dotyczy to nie tylko grup kapitałowych kontrolowanych przez krajowego inwestora branżowego. Również grupy kapitałowe kontrolowane przez zagranicznego inwestora branżowego pod względem wskaźnika ROE są gorsze od spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, przez członków rad nadzorczych (z dużym udziałem menedżerów i inwestorów indywidualnych) oraz spółek kontrolowanych przez menedżerów (tablica 2). Szewc-Rogalska zwraca uwagę, że w spółkach kontrolowanych przez inwestorów branżowych zagranicznych na relatywnie wysoki poziom nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego (mediana:  $-0,1\%$ ) miał wpływ relatywnie najniższy – w porównaniu do innych grup spółek – poziom stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy (CE). Świadczy to, jej zdaniem, że oczekiwanie przez inwestorów znacznie niższej niż w innych grupach spółek minimalnej stopy zwrotu z wniesionego przez nich kapitału może stanowić argument przemawiający za występowaniem w spółkach z branżowym inwestorem zagranicznym prywatnych korzyści kontroli (tunelowania) [Szewc-Rogalska, 2012, s. 234].

Inwestorzy branżowi są z reguły inwestorami strategicznymi, to znaczy takimi, którzy są zainteresowani długofalową współpracą. Wnoszą do spółki własne rozwiązania technologiczne, patenty, udostępniają narzędzia marketingowe, sieci sprzedaży i własne kontakty z dostawcami i odbiorcami. Ponadto wspierają oni spółkę kapitałowo. Dążą więc do wzmocnienia pozycji konkurencyjnej spółki. W praktyce okazuje się, że

nie przeszkadza to takim inwestorom dokonywać jednocześnie transferów wartości, przynajmniej części wartości wypracowanej dzięki wyżej wymienionemu wkładowi wnoszonemu przez inwestora dominującego do spółki zależnej. A bywa i tak, że transfer przekracza wartość wniesioną. Takie zachowanie inwestora branżowego może mieć miejsce szczególnie wówczas, gdy sprawuje kontrolę nad spółką przy niewielkim zaangażowaniu kapitałowym. Dotyczy to również niewielkich przedsiębiorstw (spółek z o.o.), które nie są inwestorami strategicznymi, a niewielki, ale zapewniający kontrolę pakiet akcji służy im do czerpania korzyści w wyniku transferu wartości. Pojawia się więc konflikt na linii akcjonariusz kontrolujący spółkę–akcjonariusze mniejszościowi, który M. Roe określa jako horyzontalny problem agencji, w odróżnieniu od wertykalnego problemu agencji, który występuje w spółkach charakteryzujących się rozproszoną strukturą własności [Roe, 2004, s. 3–4]. Są podstawy, aby twierdzić, że transfer wartości między grupami kapitałowymi różnych szczebli nie jest zjawiskiem wyjątkowym. Świadczyć o tym może wypowiedź jednego z prezesów koncernu Michelin, który przekonywał na spotkaniu z inwestorami we Francji, że najważniejsze są zyski spółki-matki i na te zyski pracują wszystkie spółki zależne, także te poza granicami kraju. Radził w związku z tym kupować tylko akcje spółki-matki. Zagraniczni analitycy zarządzający aktywami po wejściu niektórych inwestorów strategicznych do polskich spółek często skreślają je z tego powodu ze swych portfeli inwestycyjnych [Jarosz, 1999].

Poza tym mamy do czynienia z działaniami prowadzonymi przez spółkę dominującą wyższego szczebla w ramach realizowania określonych strategii biznesowych przynoszących korzyści w skali grupy kapitałowej, które podnoszą jej wartość, ale odbywa się to kosztem spółek zależnych, np. niektóre działania związane z uzyskaniem efektów synergetycznych czy optymalizacją struktury asortymentowej produkcji poprzez wycofywanie produkcji wyrobu z jednej spółki i przenoszenie jej do spółki zapewniającej wyższą rentowność produkcji tego wyrobu.

Tak więc na destrukcję wartości w grupach kapitałowych niższego szczebla mogą jednocześnie oddziaływać działania optymalizujące procesy produkcyjno-usługowe w skali grupy wyższego szczebla i transfery wartości.

### 3. Prywatne korzyści kontroli w budowlanych grupach kapitałowych

Za punkt wyjścia do dalszych rozważań posłużymy się badaniami nad efektywnością budowlanych grup kapitałowych K. Subdy. Badania przeprowadzono w odniesieniu do 21 budowlanych grup kapitałowych notowanych na warszawskiej giełdzie w latach 1996–2004. Z badań tych wynika, że budowlane grupy kapitałowe doprowadzały do niszczenia wartości tak w wymiarze księgowym (dotyczy zysku ekonomicznego dla właścicieli opartego na zysku netto), jak i rynkowym, liczonemu na podstawie wskaźnika TSR (*Total Shareholder Return* – całkowity zwrot dla akcjonariuszy) po uwzględnieniu kosztu kapitału własnego. Tylko jedna grupa kapitałowa uzyskała w badanym okresie dodatni średnioroczny wskaźnik mierzony relacją zysku ekonomicznego do kapitałów własnych [Trocki, Subda, 2010, s. 333–334].

Nasuwa się w związku z tym pytanie o przyczyny takiego stanu rzeczy. Jest ich wiele, tak o charakterze zewnętrznym, jak i wewnętrznym. Wymienia się między innymi: trudny charakter przemian systemowych, bardzo silną konkurencję wewnątrz sektora, nieefektywne struktury organizacyjne, nietrafne decyzje inwestycyjne, niski poziom wiedzy menedżerskiej i brak doświadczenia w zarządzaniu grupami kapitałowymi [Trocki, Subda, 2010, s. 337–339]. Wydaje się, że do głównych przyczyn tak złych wyników ekonomicznych badanych grup kapitałowych należy zaliczyć problemy wewnętrzne. Świadczą o tym interesujące wyniki, jakie uzyskano w badaniach budowlanych grup kapitałowych, porównując tworzenie wartości dla akcjonariuszy przez największe polskie i europejskie budowlane grupy kapitałowe. Te ostatnie, mimo iż działały w tym czasie w warunkach słabej koniunktury na rynku Unii Europejskiej, zdołały uzyskać o wiele lepsze wyniki w zakresie tworzenia wartości z punktu widzenia księgowego i rynkowego niż polskie grupy kapitałowe. Wskazuje to na słabości wewnętrzne rodzimych grup kapitałowych [Trocki, Subda, 2010, s. 337–338].

Należy jednak wskazać, że na ten gorszy obraz polskich grup kapitałowych miała także wpływ pozycja zajmowana w grupie przez spółkę dominującą. W największych europejskich budowlanych grupach spółka dominująca z reguły nie była jednocześnie spółką zależną w grupie akcjonariusza branżowego. Natomiast w rodzimych grupach taka sytuacja występowała o wiele częściej. Spółka dominująca w grupie, której wyniki badano, była z reguły jednocześnie spółką zależną od jej dominującego

akcjonariusza jako akcjonariusza branżowego. Miało to wpływ na efektywność polskich grup kapitałowych.

Odwołując się do omawianych badań budowlanych grup kapitałowych, przytoczone zostaną niektóre przypadki wskazujące, że jedną z przyczyn destrukcji wartości tych grup były transfery wartości. Należy mieć na uwadze, że trudno jest stworzyć pełną listę takich przypadków i tym samym określić skalę tego zjawiska. Bazując na konkretnych przypadkach transferów, będzie można je analizować z punktu widzenia układów właścicielskich. Pozwoli to określić, które z nich sprzyjają transferom. Będzie to miało nie tylko walor poznawczy, ale przede wszystkim czysto praktyczny, bo pozwoli inwestorom oceniać poziom ryzyka związanego z transferem wartości, jakim obciążona jest dana spółka.

Podane w tablicy 3 przypadki uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli przez akcjonariuszy kontrolujących dotyczą budowlanych grup kapitałowych objętych badaniem K. Subdy [Trocki, Subda, 2010]. Ograniczono się do przypadków, które miały miejsce w okresie, którego dotyczyły badania K. Subdy. Jak już wspomniano, cała ich zbiorowość w żadnym z okresów badania nie tworzyła wartości dodanej dla akcjonariuszy w wymiarze księgowym. Jeśli występowały zyski księgowe, to uzyskiwana rentowność była znacznie niższa od kosztu kapitału własnego [Trocki, Subda, 2010, s. 334]. Na wynikające z tego badania zjawisko destrukcji wartości mogły mieć wpływ między innymi transfery wartości.

Najczęstszym sposobem transferu wartości jest wymuszanie przez spółkę kontrolującą zakupu lub sprzedaży aktywów przez spółkę kontrolowaną po niekorzystnych cenach. W branży budowlanej, na której teraz się skupiamy, odpowiednikiem takich transferów są umowy na roboty budowlane, w ramach których spółka zlecająca podwykonawstwo, jako spółka dominująca, ustala warunki kontraktu odbiegające od rynkowych na swoją korzyść. Zbliżony do tej sytuacji przypadek zaprezentowano w tablicy 3 (dotyczy Elektromontażu-Południe, który partycypował w stratach na kontrakcie, które poniósł jego główny akcjonariusz – Rafako). Prywatne korzyści kontroli mogą przybierać także inne formy.

**Tablica 3. Przypadki uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli w budowlanych grupach kapitałowych notowanych na GPW**

| Charakterystyka spółki – struktura własności  | Opis zdarzenia   | Konsekwencje zdarzenia  |
|---|--|---|
| <p>Polnord</p> <p>struktura akcjonariatu (31.12.2000):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– B. E Energobudowa SA wraz z Prokom Investments (30%),</li> <li>– II NFI (22,4%),</li> <li>– PKO BP (12,2%),</li> <li>– PolnordBud SA (6,1%)</li> </ul> <p>31.12.2004:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Prokom Investments (21,3%),</li> <li>– Nihonswi AG (21,3%)</li> <li>– Polnord (14,6%)</li> <li>– Union Investment TFI (5,4%).</li> </ul> | <p>Polnord kupuje wielokrotnie od głównego udziałowca (Prokomu Investments) grunty pod budowę.</p>   | <p>Sprzedający na pewno na tym zarabia. Są podstawy, aby przypuszczać, że nie każda z tych transakcji może być dla Polnordu opłacalna, chociażby z tego powodu, że kupuje od pośrednika, którym jest dominujący inwestor.</p>   |
| <p>Energomontaż-Południe</p> <p>struktura akcjonariatu (30.04.1998 r.):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Rafako SA 33,1%,</li> <li>– Wcisło Jerzy 8,4%,</li> <li>– BOŚ SA 5,64%,</li> <li>– XI NFI SA 5,0%.</li> </ul>  | <p>W październiku 1998 roku Energomontaż-Południe poinformował o konieczności utworzenia rezerwy na straty i możliwe dalsze koszty związane z budową instalacji odsiarczania spalin w Elektrowni Siersza. Umowę podpisano z głównym akcjonariuszem. Prawdopodobnie Energomontaż-Południe partycypował w ogólnych stratach związanych z tym kontraktem.</p> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Przed utworzeniem rezerwy (1997 r.) zysk netto wyniósł 6 mln zł.</li> <li>2. W roku utworzenia rezerwy (1998 r.) zysk netto – 0,5 mln zł.</li> <li>3. W latach następnych (1999–2000) odpowiednio 2,2 mln zł i 3,2 mln zł zysku netto.</li> </ol> |

| Charakterystyka spółki – struktura własności   | Opis zdarzenia   | Konsekwencje zdarzenia   |
|--|--|--|
| <p>Mostostal Siedlce (od 2004 r. Polimex-Mostostal Siedlce)</p> <p>struktura akcjonariatu (31.12.2003 r.):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Polimex-Cekop (49,99%),</li> <li>– Polimex-Cekop Development Sp. z o.o. (5,5%).</li> </ul> | <p>Polimex-Cekop w 2003 r. otrzymał z Mostostalu Siedlce 2,8 mln zł pożyczki. To niepierwsza finansowa pomoc dla spółki-matki od spółki-córki. Mostostal w 2002 r. miał 5,8 mln zł zysku a Polimex-Cekop odnotował 13,0 mln zł straty netto. W dokumencie o pożyczce nie został określony ani termin spłaty zobowiązania, ani wysokość odsetek i oprocentowanie.</p>   | <p>W grupie kapitałowej udzielanie sobie pożyczek przez uczestników grupy jest zjawiskiem normalnym. Jednak udzielanie pożyczki przez spółkę zależną może być wymuszone i na warunkach, które nie będą przyczyniać się do wzrostu wartości spółki, która jej udziela.</p>  |
| <p>Hydrobudowa Śląsk struktura akcjonariatu (31.12.2000 r.):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Jupiter NFI (26,3%),</li> <li>– Energopol Płd. (9,9%),</li> <li>– Budownictwo i Konstrukcje Sp. z o.o. (9,6%).</li> </ul>                | <p>W 2000 r. zarząd zgodził się na zakup bonów dłużnych o wartości 10,5 mln zł od dwóch zaprzyjaźnionych spółek, które za pożyczone w ten sposób pieniądze kupiły od Hydrobudowy jej akcje i stały się jej największymi akcjonariuszami. Następnie dla zwiększenia ich udziału w głosach spółka dokonała zakupu własnych akcji w celu ich umorzenia, zaciągając na ten zakup kredyt w wysokości 10 mln zł.</p> | <p>Przypadek ten dotyczy uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli. Opisane operacje pozwoliły zarządowi przeciwdziałać wrogiemu przejęciu. Jednak spółka w wyniku zakupu bonów pogorszyła swoją płynność (natomiast trudno określić, czy zyskała na tej inwestycji, gdy uwzględnia się koszty alternatywne). Zaciągnięcie kredytu zwiększyło poziom zadłużenia spółki i pociągnęło za sobą koszty finansowe.</p> |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych i informacji z portali Bankier.pl oraz parkiet.com.

Przytoczone przypadki nie wyczerpują oczywiście możliwych sposobów uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli. Wybrane przypadki miały także na celu wskazać na uwarunkowania związane z uzyskiwaniem tych korzyści. Uwarunkowania odnoszą się do struktury własności. Można je opisać następująco:

- sprawowanie kontroli przy niskim zaangażowaniu kapitałowym w spółce kontrolowanej czyni transfer wartości opłacalnym (jest tym bardziej opłacalny, im odbywa się przy niższym udziale kapitałowym spółki kontrolującej w spółce kontrolowanej);
- posiadanie w spółce dominującej inwestora branżowego, dla którego jest ona w jego grupie spółką zależną, naraża ją na szkodliwe działania ze strony takiego inwestora;
- występowanie w akcjonariacie spółki inwestorów finansowych nie gwarantuje w pełni, iż prywatne korzyści kontroli nie wystąpią, ale są podstawy, aby uznać, że ich obecność może utrudnić uzyskiwanie tych korzyści.

#### **4. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy w spółkach kontrolowanych przez inwestorów indywidualnych**

Z zaprezentowanych w tablicy 2 danych wynika, że spółki kontrolowane przez inwestorów indywidualnych (niebędących członkami zarządu i rad nadzorczych) były największymi destruktorami wartości.

W grupie inwestorów indywidualnych można wyróżnić [Adamska, 2013, s. 91]:

- osoby długo związane ze spółką (często są to założyciele spółki),
- inwestorów, których łączą ze spółką relacje w ramach tworzonych przez siebie ugrupowań gospodarczych,
- inwestorów szukających okazji rynkowych.

Z punktu widzenia wpływu inwestora kontrolującego spółkę na jej działalność znaczenie mają dwa pierwsze typy inwestorów. W pierwszym przypadku można mówić o korzyściach dla spółki wynikających z dużej motywacji do angażowania się w sprawowanie nadzoru, a nawet w bezpośrednie zarządzanie spółką. I tu jednak może pojawić się zagrożenie dla pozostałych akcjonariuszy spółki, gdy osoba fizyczna kontrolować będzie spółkę przy niskim zaangażowaniu kapitałowym. Przykłady takie wystąpiły w budowlanych grupach kapitałowych, o czym była już mowa.

Szczególną uwagę należy zwrócić na drugi typ inwestorów. Są to akcjonariusze, którzy w ramach łączących ich powiązań gospodarczych ze spółką niewiele wnoszą do spółki, natomiast mają większe możliwości uzyskiwania korzyści niż inwestorzy nieprowadzący działalności gospodarczej. Świadczyć o tym może szczególne traktowanie tego typu akcjonariuszy w niemieckim prawie koncernów. Występuje w nim pojęcie akcjonariusza-przedsiębiorcy (*Unternehmensgesellschafter*). Przez pojęcie to „rozumie się akcjonariuszy zaangażowanych gospodarczo poza spółką. W przypadku tej grupy akcjonariuszy wzrasta ryzyko podejmowania działań na szkodę spółki, ponieważ prawdopodobne jest dążenie do realizowania partykularnych interesów gospodarczych akcjonariusza bądź osoby trzeciej, pozostających w sprzeczności z interesem spółki poddanej oddziaływaniu akcjonariusza” [Opalski, 2012, s. 40]. Akcjonariusze-przedsiębiorcy podlegają rygorystycznym normom niemieckiego prawa koncernowego zakładającym odpowiedzialność odszkodowawczą dominującego współnika. Należy dodać, że z interesującego nas tu punktu widzenia cechy tej kategorii akcjonariuszy posiada nie tylko spółka dominująca, ale także inwestorzy indywidualni kontrolujący spółkę, zaangażowani gospodarczo poza spółką. Można to uznać za ważną wskazówkę pozwalającą na ocenę tego typu akcjonariuszy w grupie osób fizycznych kontrolujących spółkę.

Jeśli uznamy, że inwestorzy indywidualni, szczególnie akcjonariusze-przedsiębiorcy, są nie zawsze pożądanymi inwestorami, co wynika z wcześniej zaprezentowanych danych, wówczas trudno podać optymalną strukturę własności (pod względem stopnia koncentracji własności oraz typu dominującego akcjonariusza), to jest taką, która byłaby najkorzystniejsza z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Nie można postulować zmian w kierunku zwiększania poziomu koncentracji własności – kierując się tym, iż im wyższy poziom zaangażowania kapitałowego akcjonariusza sprawującego kontrolę, tym mniejsza dla niego opłacalność dokonywania transferów – bo pogorszyłoby to płynność spółek, a ta uznawana jest za kluczową na rynku kapitałowym. W tej sytuacji duża rola przypada inwestorom finansowym, których zaangażowanie w nadzorze korporacyjnym jest coraz większe. Ich obecność w akcjonariacie spółki może utrudniać dominującemu akcjonariuszowi nadużywanie swojej pozycji. Z praktyki wynika, że nie zawsze tak się dzieje, ale jednocześnie można wskazać wiele przypadków, w których inwestorzy finansowi skutecznie stanęli w obronie interesów akcjonariuszy

mniejszościowych. Najgłośniejszy przypadek dotyczy Stomilu Olsztyn, którego dodatkowe opłaty na rzecz dominującego akcjonariusza – Michelin – w latach 1997–2000 kosztowały 222 mln zł. Inwestorzy finansowi sprawili, że Michelin wycofał Stomil z giełdy w wyniku wezwania na sprzedaż akcji po cenie satysfakcjonującej akcjonariuszy.

Inwestorzy finansowi nie są jednak predestynowani do występowania w roli dominujących akcjonariuszy. W spółkach kontrolowanych przez inwestorów indywidualnych rzadko się oni pojawiają. W świetle wyników osiąganych przez te spółki oraz cechującej je niskiej kapitalizacji i płynności jest to zrozumiałe. Można w takiej sytuacji mówić o wzajemnej przyczynowości między strukturami własności i wynikami ekonomicznymi. Oznacza to, że strukturę własności można rozpatrywać jako zmienną endogeniczną [Demsetz, Villalonga, 2001, s. 215–217].

Instytucja niezależnego członka rady nadzorczej jak dotychczas nie spełnia pokładanych w niej nadziei. Świadczy o tym wiele w ostatnim okresie transferów wartości w spółkach, w których radach nadzorczych zasiadali niezależni członkowie. Wydaje się, że należy podjąć radykalne rozwiązania, które nadzór korporacyjny uczynią pod tym względem o wiele bardziej skutecznym. Inspiracją dla krajowego regulatora mogą być propozycje brytyjskiego organu nadzoru, który zaproponował rozwiązanie, w którym dominujący akcjonariusz zrzeknie się wywierania wpływu na decyzje biznesowe zarządu. Dodatkowo, aby pozostali akcjonariusze mogli efektywnie kontrolować takie operacje, postuluje się wprowadzenie dla akcjonariuszy mniejszościowych prawa weta wobec zawarcia takiej transakcji [Kucharczyk, 2013].

## Zakończenie

Zarządzanie grupami kapitałowymi i ich funkcjonowanie są w literaturze omawiane w oderwaniu od struktury własności spółek z grupy kapitałowej. Tymczasem struktura własności wpływa na rozkład korzyści w ramach grupy kapitałowej. W grupach kapitałowych, w których spółka dominująca jest spółką publiczną (występuje w niej, obok akcjonariusza kontrolującego, rozproszony akcjonariat), możemy mieć do czynienia z transferem wartości.

Wyniki badań efektywności grup kapitałowych, jeśli dotyczą grup, w których skład wchodzi spółki giełdowe, nie mogą być wystarczającą podstawą do oceny efektywności całej zbiorowości grup kapitałowych działających w Polsce. Opisane uwarunkowania giełdowych grup kapi-

tałowych stawiają te grupy pod względem uzyskiwanej efektywności w gorszej sytuacji w porównaniu z innymi grupami. Transfer w grupach nienotowanych na giełdzie nie ma tak dużego wpływu na efektywność tych grup, ponieważ jest on w nich rzadki. Spowodowane jest to tym, iż:

- występuje w tych spółkach wąski krąg akcjonariuszy, który utrudnia dokonywanie transferu,
- w spółkach zależnych spółka dominująca ma z reguły tak duże udziały, że transfer wartości w ujęciu skonsolidowanym nie ma większego wpływu na wartość grupy, tzn. korzyści, jakie z tego tytułu odnosi spółka dominująca, niewiele różnią się od strat, jakie ponosi spółka zależna (w przypadku jednoosobowych spółek zależnych transfer w ujęciu skonsolidowanym bilansuje się).

Ponadto w porównaniach międzynarodowych należy zdawać sobie sprawę z odmiennego usytuowania krajowych i międzynarodowych grup kapitałowych. Te pierwsze bowiem na transferach wartości tracą (chodzi głównie o grupy, w których spółka dominująca wchodzi w skład zagranicznej grupy kapitałowej jako spółka zależna), a drugie zyskują.

Ocena szkodliwości konkretnych przypadków transferu wartości może być różna. Transfer jest szkodliwy dla akcjonariuszy spółki, która transferowi podlega. Natomiast z gospodarczego punktu widzenia ważne jest, czy przejęta wartość będzie wykorzystana bardziej efektywnie niż w spółce kontrolowanej. Jednak zawsze za szkodliwe należy uznać te transfery, w wyniku których zyskują podmioty zagraniczne.

## Literatura

1. Adamska A. (2013), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
2. Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A. (2005), *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
3. Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
4. Claessens S., Klingebiel D., Lubrano M. (2002), *Capital Market Development and Corporate Governance in Poland: The Way Forward*, [http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2008/08/21/000334955\\_20080821072405/Rendered/PDF/450810WP0Box3310Market0Dev01PUBLIC1.pdf](http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2008/08/21/000334955_20080821072405/Rendered/PDF/450810WP0Box3310Market0Dev01PUBLIC1.pdf), dostęp dnia 16.03.2015.

5. Cwynar A., Cwynar W. (2002), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
6. Demsetz H., Villalonga B. (2001), *Ownership structure and corporate performance*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 7, No. 3.
7. Dyck A., Zingales L. (2004), *Private benefits of control: An international comparison*, „The Journal of Finance”, Vol. 59, No. 2.
8. Gruszczyński M. (2014), *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonomia finansowa*, Difin, Warszawa.
9. Jarosz D. (1999), *Zyski za granicę*. „Parkiet”, nr 74.
10. Kucharczyk K. (2013), *KNF w akcji. Czy kontrowersyjne transakcje odejdą do lamusa?*, „Parkiet”, 20.11.2013.
11. Opalski A. (2012), *Prawo zgrupowań spółek*, C.H. Beck, Warszawa.
12. *Rankingi EVA*, Value Based Advisors, <http://www.vba.pl/prezentacje.html>, dostęp dnia 18.02.2015.
13. Roe M. J. (2004), *The Institution of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper 2004/488/08.
14. Staniłko J. F. (2014), *W poszukiwaniu dynamiki i skali. Strategie wzrostu i transformacji polskich przedsiębiorstw przemysłowych*, Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych, Warszawa.
15. Szewc-Rogalska A. (2012), *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
16. Trocki M., Subda K. (2010), *Wartość dla akcjonariuszy polskich grup kapitałowych*. w: *Kierunki i dylematy rozwoju nauki i praktyki zarządzania przedsiębiorstwem*, Jagoda H., Lichtarski J. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
17. Trocki M. (2004), *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

## Streszczenie

Duży odsetek spółek publicznych w Polsce nie tworzy wartości dla akcjonariuszy. Zaprezentowano wyniki badań dotyczących wpływu struktur własności na efektywność działania spółek publicznych. Badania te nie były w stanie wyjaśnić w wystarczającym stopniu zjawiska destrukcji wartości. Starano się wykazać, że jedną z przyczyn tego zjawiska jest transfer wartości. Zalicza się go do głównych problemów nadzoru korporacyjnego. Szczególną uwagę zwrócono na występowanie tego zjawiska w grupach kapitałowych, jako że mają one przeważający udział w kapitalizacji warszawskiej giełdy. W części empirycznej przy-

toczono przypadki transferu wartości w celu zwrócenia uwagi na niektóre uwarunkowania tego zjawiska związane ze strukturą własności. W podsumowaniu stwierdzono, że nadzór korporacyjny w spółkach giełdowych w dalszym ciągu nie może poradzić sobie z problemem transferu wartości.

### **Słowa kluczowe**

transfer wartości, destrukcja wartości, grupy kapitałowe, horyzontalny konflikt agencji

### **Creation of value for the shareholders in the light of corporate governance (Summary)**

A large percentage of public companies in Poland create no value for their shareholders. The results of research on the effect of ownership structures on the performance of public companies are presented. The research was unable to sufficiently explain the value destruction phenomenon. An attempt was made to demonstrate that one of the causes of this phenomenon is the value transfer. It is ranked among the main problems of corporate governance. Special consideration was given to the occurrence of this phenomenon in capital groups, as they have a predominant part in the capitalization of the Warsaw Stock Exchange. In the Empirical Section, value transfer cases are quoted to draw attention to some of the conditions of this phenomenon, which are associated with the ownership structure. In the Summary, it has been concluded that the corporate governance in listed companies still cannot cope with the value transfer problem.

### **Keywords**

transfer of value, destruction of value, groups of companies, horizontal conflict of interests