

AGATA ADAMSKA

MECHANIZMY LEWAROWANIA KONTROLI WŁAŚCICIELSKIEJ W SPÓLKACH PUBLICZNYCH

Wprowadzenie

Dane dotyczące struktury akcjonariatu spółek publicznych nie dostarczają pełnej informacji na temat siły głosu poszczególnych akcjonariuszy. W wielu przypadkach bowiem udział w kapitale własnym spółek nie jest proporcjonalny w stosunku do udziału w głosach – z jednej strony, dzięki stosowaniu mechanizmów zwiększających kontrolę niektórzy spośród akcjonariuszy mają znacznie większy wpływ na zarządzanie spółką niż wynikałoby to z ich zaangażowania kapitałowego, z drugiej zaś mogą istnieć grupy akcjonariuszy pozbawionych części praw głosu, która przysługuje im z tytułu udziału we własności spółki. W rezultacie prowadzi to do występowania różnic w strukturze własności i kontroli w spółce oraz kształtowania się odmiennych struktur własności i kontroli w poszczególnych podmiotach. Ze względu na rozpowszechnianie się tego zjawiska warto przyjrzeć się zarówno przyczynom jego występowania, jak i skutkom stosowania różnych odmian mechanizmów lewarowania kontroli.

Cechy spółki publicznej

Spółka publiczna należy do kategorii specjalistycznych spółek akcyjnych. Podstawą wyróżnienia spółki publicznej jest potrzeba uwzględnienia interesu inwestorów¹. Z ich punktu widzenia najważniejszymi cechami spółki akcyjnej, szczególnie tej mającej charakter publiczny, są:

- ograniczona odpowiedzialność inwestorów,
- swobodne przenoszenie praw inwestorów,
- osobowość prawna,
- scentralizowane zarządzanie².

Pierwsza z wymienionych cech spółki – ograniczona odpowiedzialność inwestorów-akcjonariuszy – oznacza, że nie odpowiadają oni za zobowiązania spółki swoim osobistym

¹ M. Michalski: *Spółka akcyjna, Biblioteka Prawa Spółek*, t. III, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 76.

² R.C. Clark: *Corporate Law*, Little, Brown & Co, Boston 1986, s. 2, [za:] R.A.G. Monks, N. Minow: *Corporate Governance*, John Wiley & Sons, 2008, s. 10.

majątkiem i w skrajnym przypadku całkowitego niepowodzenia przedsięwzięcia mogą stracić najwyżej równowartość zainwestowanych środków. W ten sposób ograniczone zostaje ryzyko inwestorów i dlatego są oni skłonni zaakceptować niższy poziom kontroli nad spółką.

Z kolei brak ograniczeń w przenoszeniu praw akcjonariuszy oznacza możliwość obrotu akcjami między inwestorami, co pozwala na zachowanie swobody w wyznaczaniu czasu rozpoczęcia i zakończenia inwestycji. Prowadzi to do osłabienia chęci kontrolowania całej spółki dzięki możliwości kontroli indywidualnego ryzyka.

Kolejna cecha spółki akcyjnej to osobowość prawna. Dzięki odrębności formalno-prawnej spółka ma możliwość przetrwania mimo zmian składu osobowego właścicieli. Ponadto spółka może inwestować środki pozyskane od inwestorów w nieruchomości, rzeczy ruchome i prawa, których właścicielami staje się ona sama, co pozwala na dysponowanie nimi w toku prowadzonej działalności. Tak więc osobowość prawna powoduje, że ani działalność spółki ani nawet jej istnienie nie są uzależnione od konkretnej osoby lub grupy akcjonariuszy ani od ich składu.

Ostatnia z istotnych cech spółki akcyjnej to scentralizowane zarządzanie. Oznacza ono przekazanie władzy przez akcjonariuszy w ręce zarządu, który może samodzielnie podejmować decyzje dotyczące codziennej działalności spółki. Skutkuje to ograniczeniem kontroli bieżącej działalności spółki przez akcjonariuszy.

Cechy spółki publicznej pozwalają na zniesienie barier organizacyjnych jej długotrwałego istnienia i wzrostu. Z drugiej strony jednak powodują problemy związane z formalnym uniezależnieniem się spółki od właścicieli (np. problem agencji).

Zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy spółki

Akcjonariusze spółek publicznych³ różnią się pod względem statusu (np. formy prawnej akcjonariusza, powiązań przedmiotu jego działalności z działalnością spółki, udziału zaangażowanych w spółkę środków w całości majątku inwestora itp.), udziału w spółce (w kapitale zakładowym oraz w liczbie głosów), relacji łączących ich ze spółką, horyzontu czasowego inwestycji i innych cech. To zróżnicowanie przekłada się na odmienne postawy akcjonariuszy i ich zachowanie.

Najbardziej ogólny podział akcjonariuszy zakłada istnienie dwóch ich grup: inwestorów aktywnych i pasywnych. Klasyfikacja ta jest stosowana w różnych kontekstach – rynkowym i *corporate governance*. Kontekst rynkowy uwzględnia częstość zawierania transakcji na rynku akcji⁴; inwestorzy aktywni poszukują okazji rynkowych, często kupują

³ Pojęcie „akcjonariusz spółki publicznej” jest w tym opracowaniu zamiennie stosowane z pojęciem „inwestor”.

⁴ Por. np. D. Dziawgo: *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 43.

i sprzedają walory poszczególnych spółek, inwestorzy pasywni zaś stosują strategię „kup i trzymaj”.

Na nieco inny aspekt aktywności akcjonariuszy zwraca się uwagę w *corporate governance*. W tym kontekście aktywność oznacza zaangażowanie akcjonariusza w sprawy spółki: udział w walnych zgromadzeniach i podejmowaniu decyzji dotyczących istotnych spraw spółki, wpływanie na skład organów spółki (zarządu i rady nadzorczej lub rady dyrektorów), bądź nawet bezpośrednio uczestnictwo w tych organach. Pasywność natomiast wiąże się z biernością. Akcjonariusze pasywni nie angażują się w sprawy spółki, co oznacza, że pozostawiają oni kontrolę nad spółką pozostałym akcjonariuszom lub, w skrajnym przypadku, zarządowi. Z punktu widzenia braku ich wpływu na sprawy spółki nie jest istotne, czy są to akcjonariusze aktywni czy pasywni w pierwszym, rynkowym, znaczeniu.

W przypadku akcjonariuszy aktywnych, zaangażowanych w sprawy spółki, bardzo istotny jest ich horyzont inwestycyjny, cele i strategię. „Krótkoterminowi aktywiści”, np. funduszowi, mogą być dla spółki obciążeniem, ponieważ się z nią nie identyfikują. Zakup akcji i wywieranie wpływu na funkcjonowanie spółki są dla nich narzędziami osiągnięcia celów inwestycyjnych. W przypadku, gdy osiągnane wyniki inwestycji odbiegają od przyjętych założeń, bądź spółka przestaje pasować do obranej strategii portfelowej, pozycja jest zamykana, co oznacza sprzedaż akcji i przeznaczenie środków na zakup akcji kolejnej spółki. To, czego spółkom potrzeba, to „długoterminowi aktywiści”, ponieważ tylko oni mogą pełnić rolę prawdziwych właścicieli⁵.

Istotna w tym kontekście jest kwestia nie tylko tego, żeby akcjonariusze chcieli angażować się w sprawy spółki, ale aby mogli to robić skutecznie. Przedstawione cechy spółki publicznej powodują, że wraz z upływem czasu następuje stopniowe rozpraszanie się akcjonariatu. Pewien stopień tego rozproszenia jest niezbędny do zapewnienia płynności rynkowi akcji, jednak duże rozproszenie stwarza problemy na poziomie poszczególnych spółek – inwestorzy indywidualni nie są w stanie samodzielnie sprawować kontroli nad spółkami, a działania kolektywne w tym zakresie nie przynoszą spodziewanych rezultatów⁶. Do całkowitego rozproszenia akcjonariatu – takiego, przy którym nie występuje pojedynczy akcjonariusz mający ponad 5% udział w spółce – dochodzi jednak rzadko, najczęściej w systemie anglosaskim (*outsiderskim*). W większości spółek publicznych można zatem znaleźć akcjonariuszy posiadających znaczne pakiety akcji, jednak często są one niewystarczające do sprawowania całkowitej kontroli. Badania pokazują m.in., że im większa jest liczba akcjonariuszy notyfikowanych (mających ponad 5% pakiety akcji), niezależnie od łącznego

⁵ R.A.G. Monks: *Governance at a crossroads: A personal perspective*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2011, Vol. 8, No. 1.

⁶ M. Becht: *European corporate governance: Trading off liquidity against control*, „European Economic Review” 1999, Vol. 43.

ich udziału w kapitale, tym mniejszy ich wpływ na decyzje zarządu⁷. Przyczyny takiego stanu rzeczy można poszukiwać m.in. w problemie kolektywnych działań.

Idealne rozwiązanie tego problemu musi spełniać trzy warunki:

- 1) muszą zostać stworzone mechanizmy, które pozwalają na koncentrację siły głosu, co umożliwiłoby sprawowanie skutecznej kontroli nad zarządem,
- 2) taka koncentracja nie może wiązać dużych bloków akcji, bo to ograniczałoby płynność akcji,
- 3) ci, którzy dysponują siłą głosów powinni kierować się słusznymi motywami⁸.

O ile trzeci warunek ma formę postulatu o charakterze etycznym, o tyle dwa pierwsze wymagają rozwiązań instytucjonalnych i łączą się z różnorodnymi mechanizmami lewarowania kontroli.

Klasyfikacja mechanizmów lewarowania kontroli

Różnorodność mechanizmów lewarowania kontroli powoduje konieczność ich systematyzacji. Najbardziej podstawowym kryterium wydaje się być, istotna w związku z globalizacją rynków finansowych, uniwersalność stosowania. Można pod tym względem wyróżnić mechanizmy:

- stosowane powszechnie na wszystkich rynkach finansowych (uniwersalne),
- dość rozpowszechnione, ale których stosowanie jest ograniczane, bądź modyfikowane lokalnymi regulacjami prawnymi (zróżnicowane),
- stosowane tylko na niektórych rynkach finansowych (specyficzne).

Mechanizmy lewarowania kontroli mogą być bardzo różne w zależności od systemu prawa obowiązującego w danym kraju. Dlatego mechanizmy uniwersalne, stosowane na wszystkich rynkach finansowych są nieliczne i ich występowanie stanowi raczej wyjątek a nie regułę. Do kategorii mechanizmów uniwersalnych należą struktury piramidowe. Powstają one w sytuacji, gdy podmioty gospodarcze są powiązane kapitałowo w ten sposób, że istnieje między nimi relacja dominacji lub zależności. W najprostszej formie więzi mają charakter wertykalny, z jedną spółką (holdingiem), mającą udziały w drugiej, która z kolei ma udziały w trzeciej itd. Dzięki takiej strukturze można, mając połowę udziałów w każdej ze spółek, w pełni kontrolować całą grupę kapitałową. Stopień lewarowania kontroli w takiej sytuacji zależy wprost proporcjonalnie od liczby poziomów w piramidzie. Przykładowo, w piramidzie dwuszczeblowej już 25% udział w kapitale holdingu wystarczy do samodzielnego kontrolowania grupy, a w trzyszczeblowej udział ten może być jeszcze mniejszy i wynosić 12,5%⁹. Współcześnie często tradycyjne powiązania pionowe są w gru-

⁷ R.H. Fosberg: *Agency problems and debt financing: leadership structure effects*, „Corporate Governance” 2004, Vol. 4, No. 1.

⁸ M. Becht: *op.cit.*

⁹ L. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis: *Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, NBER Working Paper 6951, Cambridge 1999.

pach kapitałowych zastępowane przez więzi poziome, skośne bądź mieszane¹⁰, co nie tylko powoduje, że struktury piramidowe są mniej przejrzyste, ale i lewarowanie kontroli może być jeszcze większe.

Do drugiej kategorii mechanizmów lewarowania kontroli – zróżnicowanych – należą akcje uprzywilejowane co do głosu. Stanowią one specjalny rodzaj akcji, które dają ich posiadaczom większą liczbę głosów, niż akcje zwykle. Często są one uważane za łamiące zasadę równego traktowania wszystkich akcjonariuszy, dlatego ich emisja przez spółki publiczne w wielu krajach nie jest dopuszczalna. Tam, gdzie mogą być one emitowane, dopuszczalność emisji akcji uprzywilejowanych co do głosu oraz wykonywanie praw z nich wynikających ograniczane są zazwyczaj dodatkowymi rygorami. Jedno z ograniczeń stanowi maksymalna liczba głosów przypadających na akcję, a w wielu krajach stosowana jest zasada równości, w myśl której na taką samą wartość nominalną powinno przypadać tyle samo głosów. W krajach, gdzie przyjęto takie rozwiązanie akcje dające prawo do wielu głosów mają wyższą wartość nominalną niż akcje dające prawo do jednego głosu. Ograniczenia mogą dotyczyć także udziału liczby akcji uprzywilejowanych co do głosu we wszystkich akcjach z prawem głosu, wprowadzane są też dodatkowe kryteria jakościowe, służące do oceny zasadności ich emitowania i wykonywania związanych z nimi praw¹¹. Stopień lewarowania kontroli zależy w tej sytuacji od liczby akcji uprzywilejowanych co do głosu i relacji liczby głosów przypadających na nie do liczby głosów z pozostałych akcji. Przykładowo w warunkach polskich, pakiet kontrolny w postaci akcji uprzywilejowanych to 17% kapitału w przypadku uprzywilejowania co do głosu w stosunku 1 : 5, bądź 34% kapitału w przypadku akcji uprzywilejowanych w stosunku 1 : 2.

Do specyficznych mechanizmów lewarowania kontroli należą te charakterystyczne dla poszczególnych rynków. Na przykład emitowane przez spółki prawa holenderskiego akcje mogące dawać dodatkowe uprawnienia kontrolne, takie jak prawo akceptowania pewnych decyzji lub mianowania członka zarządu (*priority shares*)¹². Do specyficznych mechanizmów lewarowania kontroli należy też zaliczyć formę spółki komandytowo-akcyjnej – konstrukcję istniejącą m.in. we Francji, a dopuszczalną także w Polsce. Grupa tego typu mechanizmów lewarowania kontroli jest najszerza i najbardziej zróżnicowana. Stanowi też jeden z istotnych elementów nadających krajowym systemom *corporate governance* odrębny charakter.

Podział mechanizmów lewarowania kontroli można przeprowadzić także z punktu widzenia kryterium celu. W takim ujęciu da się wyróżnić trzy kategorie:

¹⁰ J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 70.

¹¹ A. Adamska, *Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach giełdowych*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. Piotr Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.

¹² L. Timmerman, A. Doorman: *Rights of Minority Shareholders in the Netherlands*, „Electronic Journal Of Comparative Law” 2002, Vol. 6, No. 4, <http://www.ejcl.org/64/art64-12.html> (15.11.2011).

- mechanizmy nastawione na nieproporcjonalne wzmocnienie siły głosu akcjonariuszy notyfikowanych,
- mechanizmy służące zablokowaniu kontroli,
- inne mechanizmy¹³.

W tym ujęciu pierwszą grupą mechanizmów lewarowania kontroli stanowią mechanizmy służące wzmocnieniu siły głosów tak, aby udział inwestora w ogólnej liczbie głosów był większy niż udział w kapitale własnym spółki. Mechanizmy te można zatem nazwać mechanizmami lewarowania kontroli *sensu stricto*. Należą do nich m.in. opisywane już akcje uprzywilejowane co do głosu i struktury piramidowe. Do tej grupy można zaliczyć też emisję akcji niemych – pozbawionych prawa głosu, ale jednocześnie uprzywilejowanych co do dywidendy. Akcje takie mogą być emitowane przez spółki publiczne, m.in. w Polsce, chociaż dotąd żadna z nich tego nie uczyniła. Wpływ akcji niemych na stopień lewarowania kontroli jest proporcjonalny do ich liczby. Przykładowo, jeśli połowę akcji spółki stanowią akcje zwykłe a drugą połowę nieme, to wystarczy 25% udział w kapitale własnym zaangażowany w akcje zwykłe, aby mieć połowę głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Należy jednak pamiętać o tym, że ustawodawca może w szczególnych sytuacjach dopuścić wykonywanie prawa głosu z akcji niemych. Taka sytuacja ma miejsce np. w Polsce¹⁴. W takim przypadku kontrola uzyskana dzięki wyłączeniu głosów z akcji niemych nie jest pełna.

Mechanizmy służące zablokowaniu kontroli nastawione są nie na zwiększanie siły głosu wybranej grupy akcjonariuszy, lecz na ograniczanie możliwości wpływania na decyzje podejmowane w spółce przez nowych akcjonariuszy nabywających duże pakiety walorów, którzy mogliby być zainteresowani przejęciem kontroli nad spółką. Do tej grupy mechanizmów można zaliczyć m.in. ograniczenia wykonywania prawa głosu z akcji przekraczających określony limit. Przykładowo, polskie regulacje dopuszczają możliwość statutowego ograniczenia prawa głosu akcjonariuszowi posiadającemu ponad 1/5 ogółu głosów¹⁵. Innymi mechanizmami służącymi zablokowaniu kontroli są ograniczenia w nabywaniu pakietów akcji, czy wymaganie kworum lub kwalifikowanej większości głosów do podjęcia niektórych uchwał.

Mechanizmy lewarowania kontroli niezaliczone do opisanych dwóch grup wyróżnionych ze względu na kryterium celu ich wprowadzenia, zostały zakwalifikowane do kategorii „inne”. Mechanizmy mieszczące się w jej ramach mają bardzo różnorodne pochodzenie i zasięg stosowania. Jednym z takich mechanizmów, którego stosowanie jest związane z procesami prywatyzacyjnymi, jest konstrukcja tzw. złotej akcji. Zapewnia ona prawo

¹³ *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm (10.12.2009).

¹⁴ D. Wajda: *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Kraków 2007, s. 97.

¹⁵ Art. 411 § 1 Kodeksu spółek handlowych.

weta, przysługujące organom państwowym w odniesieniu do niektórych decyzji sprywatyzowanej spółki, mającej strategiczne znaczenie dla kraju¹⁶.

Jeszcze inną podstawą klasyfikacji mechanizmów lewarowania kontroli może być kryterium miejsca, w którym dany mechanizm jest kształtowany. W takim ujęciu można wyróżnić:

- rozwiązania statutowe (wewnętrzne),
- rozwiązania rynkowe (zewewnętrzne),
- rozwiązania mieszane.

Rozwiązania statutowe to takie, których powstanie i modyfikacja uzależnione są od decyzji zapadających na zgromadzeniu akcjonariuszy, zatem wewnątrz spółki. Są to mechanizmy nastawione zazwyczaj na obronę *status quo*. Do tej kategorii należą wspomniane już ograniczenia wykonywania prawa głosu powyżej określonego udziału a także uprawnienia dla imiennie oznaczonych akcjonariuszy. W polskich warunkach przyznanie takiego uprawnienia, dotyczącego np. wyboru członka rady nadzorczej, wymaga, jak każda zmiana statutu spółki, uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy podjętej kwalifikowaną większością głosów (3/4 głosów obecnych). Generalnie stopień lewarowania kontroli w przypadku ustanowienia szczególnych uprawnień imiennie oznaczonym akcjonariuszom zależy od rodzaju uprawnienia.

Rozwiązania rynkowe to te, które powstają jako skutek działania poszczególnych inwestorów, niezależnie od woli ogółu akcjonariuszy spółki czy jej statutowych organów. Do tej kategorii instrumentów lewarowania kontroli należą wspomniane już piramidy oraz porozumienia akcjonariuszy. Porozumienia mogą być bardzo zróżnicowane, zarówno pod względem ich treści (np. zgodne głosowanie na jednym walnym zgromadzeniu akcjonariuszy w konkretnej sprawie, czy wspólny wybór członka rady nadzorczej, bądź wspólne ustalanie strategii spółki i nadzorowanie jej realizacji), czasu obowiązywania, jak i formy porozumienia. Trudno zatem jednoznacznie określić wpływ tego mechanizmu na stopień lewarowania kontroli, nie odnosząc się do konkretnego przypadku.

Ostatnia kategoria – rozwiązania mieszane – obejmuje te instrumenty, które powstają wprawdzie wewnątrz spółki, jako wynik głosowania ogółu akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu, lecz ich wykorzystanie pozostaje poza kontrolą spółki. Przykładem takich instrumentów jest emisja akcji o różnych uprawnieniach. Akcje te, raz wyemitowane, mogą stać się co do zasady przedmiotem obrotu, przez co decyzje dotyczące zmiany podmiotu dysponującego uprawnieniami z tych akcji zapadają poza spółką.

Przedstawione klasyfikacje i przykłady mechanizmów lewarowania kontroli dowodzą dużego zróżnicowania istniejących rozwiązań. W zależności od kształtu i zasad działania poszczególnych mechanizmów mogą one mieć większy lub mniejszy wpływ na funkcjonowanie poszczególnych spółek i całego rynku kapitałowego. Tymczasem głosy krytyki od-

¹⁶ Por. M. Mataczyński: „Złote weto” w prawie polskim na tle ustawy z 3 czerwca 2005 r., „Przegląd Prawa Handlowego”, listopad 2005.

noszące się do nierównego traktowania akcjonariuszy z reguły dotyczą zjawiska lewarowania jako całości, bez uwzględnienia tej różnorodności i dostrzegania, że równie traktowanie może prowadzić do preferowania rozwiązań suboptymalnych.

Problemy kontroli w spółkach publicznych – podsumowanie

Zjawisko różnicowania się struktur kontroli i własności w spółkach publicznych zauważane jest od dawna. Pojęcie oddzielenia własności od kontroli wprowadzili do literatury A. Bearle i G. Means w swoim przełomowym dziele opublikowanym po raz pierwszy w 1932 roku¹⁷. Późniejsze badania, prowadzone przez M. Jensena i W. Mecklinga zaowocowały spostrzeżeniem, że to rozdzielenie własności i kontroli stwarza sytuację konfliktu agencji i prowadzi do zachowań oportunistycznych ze strony zarządu¹⁸. Nowsze badania dotyczące struktury akcjonariatu spółek publicznych dały odmienne wyniki – wykazały, że zarówno w USA, jak i innych krajach w większości spółek występuje znaczący akcjonariusz¹⁹. W spółkach tych problemem nie jest konflikt agencji, ponieważ akcjonariusze mają wystarczającą siłę, żeby kontrolować zarząd, ale zagrożenie, że niektórzy z nich będą osiągać dodatkowe korzyści kosztem pozostałych. Korzyści te S. Grossman i O. Hart nazwali prywatnymi korzyściami kontroli²⁰.

W sytuacji, gdy akcjonariat jest bardzo rozproszony, jedynie stosowanie mechanizmów lewarowania kontroli pozwala na zbudowanie mechanizmów ograniczających oportunizm menedżerów. Z drugiej jednak strony znaczna koncentracja kontroli, osiągana dzięki stosowaniu mechanizmów lewarowania kontroli, może prowadzić do rozbieżności pomiędzy celami akcjonariusza dominującego i pozostałych²¹. Następuje zatem zmiana charakteru konfliktu agencji z wertykalnego na horyzontalny, ale nie jego eliminacja. Można spotkać nawet opinie, że w sytuacji, gdy mechanizmy lewarowania kontroli są stosowane przez akcjonariuszy mniejszościowych, koszty agencji są wyższe, niż przy kontroli spółki przez akcjonariuszy większościowych na zwykłych zasadach proporcjonalności²².

¹⁷ A. Bearle, G. Means: *The Modern Corporation and Private Property*, 10 wydanie, Transactions Publishers, New Brunswick 2009, s. 300.

¹⁸ M. Jensen, W. Meckling: *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4.

¹⁹ Por. np. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer: *Corporate ownership around the world*, „Journal of Finance” 1999, Vol. 54, No. 2; S. Claessens, S. Djankov, J. Fan., L. Lang: *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 58; F. Barca, M. Becht: *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, New York 2001.

²⁰ S. Grossman, O. Hart: *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, „The Bell Journal of Economics” 1980, Vol. 11, No. 1.

²¹ A. Shleifer, R.W. Vishny: *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1986, Vol. 94, No. 3.

²² L. Bebchuk, et al.: *op.cit.*

Obecnie obserwuje się na rynkach kapitałowych rosnącą liczbę inwestorów krótkookresowych i stale skracający się ich horyzont inwestycyjny²³. Zaletą mechanizmów lewarowania kontroli w tym kontekście jest zmniejszenie wpływu inwestorów aktywnych, poszukujących okazji rynkowych i mających krótkookresowe cele, przy umocnieniu pozycji akcjonariuszy długofalowo związanych ze spółką. Wykorzystanie tych mechanizmów zapewnia zatem spółkom większą stabilność.

Literatura

- Adamska A.: *Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach giełdowych*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. Piotr Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Barca F., Becht M.: *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, New York 2001.
- Bearle A., Means G.: *The Modern Corporation and Private Property*, Transactions Publishers, New Brunswick 2009.
- Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G.: *Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, NBER Working Paper 6951, Cambridge 1999.
- Becht M.: *European corporate governance: Trading off liquidity against control*, „European Economic Review” 1999, Vol. 43.
- Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H., Lang L.H.P.: *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 58.
- Clark R.C.: *Corporate Law*, Little, Brown & Co, Boston 1986.
- Dziawgo D.: *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Fosberg R.H.: *Agency problems and debt financing: leadership structure effects*, „Corporate Governance” 2004, Vol. 4, No. 1.
- Grossman S., Hart O.: *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, „The Bell Journal of Economics” 1980, Vol. 11, No. 1.
- Jensen M., Meckling W.: *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4.
- Jeżak J.: *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.: *Corporate ownership around the world*, „Journal of Finance” 1999, Vol. 54, No. 2.
- Mataczyński M.: *„Złote weto” w prawie polskim na tle ustawy z 3 czerwca 2005 r.*, „Przegląd Prawa Handlowego” listopad 2005.

²³ U. Rodrigues: *Corporate Governance in an Age of Separation Ownership from Ownership*, „Minnesota Law Review” 2011, Vol. 95.

- Michalski M.: *Spółka akcyjna, Biblioteka Prawa Spółek*, t. III, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer, Warszawa 2008.
- Monks R.A.G.: *Governance at a crossroads: A personal perspective*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2011, Vol. 8, No. 1.
- Monks R.A.G., Minow N.: *Corporate Governance*, John Willey & Sons, 2008.
- Report on the Proportionality Principle in the European Union, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm (10.12.2009).
- Rodrigues U.: *Corporate Governance in an Age of Separation Ownership from Ownership*, „Minnesota Law Review” 2011, Vol. 95.
- Shleifer A., Vishny R.W.: *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1986, Vol. 94, No. 3.
- Timmerman L., Doorman A.: *Rights of Minority Shareholders in the Netherlands*, „Electronic Journal Of Comparative Law” 2002, Vol. 6, No. 4, <http://www.ejcl.org/64/art64-12.html> (15.11.2011).
- Wajda D.: *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Kraków 2007.

dr Agata Adamska
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Katedra Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa

Streszczenie

Dane dotyczące struktury własności spółek publicznych nie dostarczają pełnej informacji na temat siły głosu poszczególnych akcjonariuszy, ponieważ często udział w kapitale własnym spółek nie jest proporcjonalny w stosunku do udziału w głosach. W artykule poruszane są kwestie zarówno przyczyn występowania, jak i skutków różnych odmian mechanizmów lewarowania kontroli.

CONTROL-ENHANCING MECHANISMS IN PUBLIC COMPANIES

Summary

Data concerning the ownership structure of public companies do not provide accurate information on the voting power of each shareholder, because usually fractional share ownership is not proportional to fractional votes. This article discusses the reasons for providing a range of different kinds of control-enhancing mechanisms as well as the effects they bring.