

Koncentracja własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW w Warszawie

1 Wstęp

Inwestorzy blokowi (głównie instytucjonalni) stają się potężną siłą w korporacyjnej Polsce. Proces ten będzie najprawdopodobniej przebiegał podobnie jak wcześniej w innych krajach rozwiniętych, na przykład w Stanach Zjednoczonych. Tam, pod koniec XX wieku, stali się oni właścicielami większości akcji będących przedmiotem publicznego obrotu. Trend ten pokazuje tabela 1.

Tabela 1. Koncentracja własności wśród inwestorów instytucjonalnych inwestujących w 1000 amerykańskich firm o największej kapitalizacji: 1987 - 1996

Procent akcji w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych	Firmy amerykańskie (%)			
	1987	1990	1993	1996
Ponad 90%	0.4	0.3	3.5	5.5
Ponad 70%	10.7	15.9	31.8	35.5
Ponad 50%	44.9	50.4	63	67.5
Ponad 30%	76.9	78.9	86	87.5
Ponad 20%	88.5	88.5	92.4	92.1

Źródło: Pozen R.C., *The Mutual Fund Business*, MIT Press, 1998, s.560

Najbardziej dynamicznie rosnącą grupą inwestorów instytucjonalnych w Stanach Zjednoczonych stały się fundusze inwestycyjne i hedgingowe. Już w roku 1996 w ich posiadaniu było 14% wszystkich publicznie notowanych w Stanach Zjednoczonych akcji¹. W roku 2005 Holderness² zastanawiał się, jaka w przyszłości będzie struktura własnościowa publicznych korporacji, jeśli ten trend się utrzyma. Także w Polsce zmienia się rola inwestorów instytucjonalnych (Wypych³ analizując w roku 2000 inwestorów instytucjonalnych w Polsce wymieniał pięć grup: Skarb Państwa, inwestorów przemysłowych, banki komercyjne i inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze *venture capital*). Od kilku lat lawinowo rośnie liczba np. funduszy inwestycyjnych i ilość kapitału skumulowanego w nich kapitału, z drugiej strony maleje udział państwa w kontroli spółek publicznych. Stopniowo zmienia się więc także struktura własnościowa spółek obecnych w obrocie publicznym.

¹ Pozen R.C., *The Mutual Fund Business*, MIT Press, 1998

² Holderness C., *A Contrarian View of Ownership Concentration in the United States and Around the World*, working paper, 2005

³ Wypych M., *Koncentracja własności w spółkach notowanych na GPW w Warszawie*, w: *Rynek kapitałowy, skuteczne inwestowanie*, Uniwersytet Szczeciński, „Materiały-Konferencje”, Nr 53, 2002, pod red Waldemara Tarczyńskiego, s. 348

Celem pracy jest analiza stopnia i struktury koncentracji własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW w Warszawie, w szczególności rola inwestorów blokowych (blok definiowany jest jako udział większy lub równy 5%). Analiza ilościowa jest punktem wyjścia do analizy motywów podejmowania przez inwestorów inwestycji blokowych i analizy korzyści wynikających z określonych relacji między posiadaczami znaczących udziałów. W szczególności, podjęta zostaje próba zweryfikowania tzw. hipotezy Zwiebel'a⁴ dotycząca kreowania przez dużych inwestorów tzw. „przestrzeni własnej” polegającej na budowaniu bloków na tyle dużych, że reszta akcjonariatu pozostaje mocno rozproszona.

Charakterystyka koncentracji własności jest istotna z kilku powodów. Według Wypycha, nadmierna koncentracja własności może mieć negatywny wpływ na płynność rynku giełdowego⁵. Podobnie, Holderness dowodzi odwrotnie proporcjonalnej zależności między koncentracją własności w formie bloków a płynnością⁶. Wiąże się to m.in. z często podejmowaną w takich sytuacjach próbą budowy stabilnej struktury właścicielskiej. Z drugiej strony, duża koncentracja własności przekłada się zwykle na większą aktywność kluczowych inwestorów w procesie zarządzania daną spółką. Powinna występować pozytywna korelacja między stopniem takiej aktywności i wynikami finansowymi spółek. W końcu, procesy dziejące się na polskiej giełdzie są współbieżne, lub odbywają się z pewnym opóźnieniem w odniesieniu do podobnych zjawisk jakie zachodzą globalnie. Można je wtedy, z korzyścią dla dokonywanych inwestycji, antycypować.

2 Regulacje prawne dotyczące transferu własności, koncentracji własności i kontroli.

W Polsce kwestie transferu własności regulowane są przez *Ustawę z dnia 29 lipca 2005 o Obrocie Instrumentami Finansowymi*⁷. Głównie są to obowiązki informacyjne (Art. 69). Każdy inwestor, którego zaangażowanie (rozumiane jako udział w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu spółki) osiąga poziom 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% lub 75%, jest zobligowany do poinformowania o tym fakcie (w ciągu 4 dni) Komisję Nadzoru Finansowego, spółkę, GPW i PAP. Inwestor będący w posiadaniu ponad 10 lub 33% akcji musi informować każdorazowo o zwiększeniu swojego stanu posiadania odpowiednio o kolejne 2% lub 1%. Dodatkowo zamiar nabycia akcji spółki w liczbie powodującej przekroczenie progu 25%, 33%, lub 50% liczby głosów wymaga zgody KNF. Przekroczenie pułapu 50% skutkuje także obowiązkiem wezwania (publicznego ogłoszenia propozycji skupu akcji). Dla właścicieli spółki może być także istotne przekroczenie progu 75% głosów. Dopiero taka większość pozwala na podejmowanie uchwał dotyczących zmian w statucie, zbycia, rozwiązania, połączenia spółek, emisji obligacji. Generalnie im większa koncentracja własności tym większe uprawnienia danego podmiotu. Proces ten nie przebiega liniowo, dlatego tak mocno akcentowane jest przekraczanie kolejnych progów. Przykładowo, prawo umożliwia akcjonariuszom reprezentujący co najmniej 5% głosów powołanie rewidenta do spraw szczególnych, a ci w posiadaniu 10% głosów mają prawo domagać się zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia. Z drugiej strony, opisane obowiązki informacyjne mają na celu przeciwdziałanie dyskryminacji inwestorów mniejszościowych.

⁴ Zwiebel J., *Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control*, "The Review of Economic Studies", Vol.62, No.2. (Apr., 1995), pp.161-185.

⁵ Wypych M., *Koncentracja ...*, op.cit., s. 358

⁶ Holderness C., *A Contrarian ...*, op.cit., s. 3

⁷ *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi*

Fundusze inwestycyjne (będące w niniejszej pracy główną reprezentacją inwestorów instytucjonalnych) dodatkowo podlegają regulacjom *Ustawy z dnia 27 maja 2004 o Funduszach Inwestycyjnych*⁸. Część zapisów Ustawy odnosi się także do dywersyfikacji i koncentracji własności. Te dwie kwestie są ze sobą ściśle związane. Odnoszą się do nich artykuły 96-104 Ustawy. Zgodnie z art. 94 otwarte fundusze inwestycyjne nie mogą inwestować więcej niż 5% swoich aktywów w akcje jednej spółki. Limit może zostać podwyższony do 10%, ale pod warunkiem, że suma inwestycji z 5-10% udziałem nie stanowi więcej niż 40% wszystkich aktywów funduszu. W teorii więc, fundusze w Polsce mogą inwestować 40% aktywów w akcje 4 spółek a resztę w kolejne 12 spółek (tzw. reguła 5/10/40). W konsekwencji, fundusze inwestycyjne rzadko odgrywają rolę aktywnych inwestorów strategicznych. Wyjątkiem jest (fundusz może wtedy inwestować do 20% wartości aktywów w akcje wyemitowane przez ten sam podmiot) sytuacja (art. 99), w której zgodnie z polityką inwestycyjną określoną w statucie, fundusz będzie odzwierciedlał skład uznanego indeksu akcji. Dla porównania, w Stanach Zjednoczonych "Investment Company Act of 1940" stanowi, że fundusz inwestycyjny jest zdywersyfikowany jeśli w odniesieniu do co najmniej 75% całego portfela udziały pojedynczej spółki nie stanowią więcej niż 5% wartości wszystkich aktywów funduszu. W teorii więc, fundusz lokujący 25% swoich aktywów w akcje jednej spółki, a 75% aktywów w 15 innych może być uznany za dobrze zdywersyfikowany⁹.

Drugą ważną grupą inwestorów instytucjonalnych są fundusze emerytalne (powstałe po reformie emerytalnej w roku 1999). Działalność inwestycyjną tych funduszy reguluje *Ustawa z 28 sierpnia 1997 o Organizacji i Funkcjonowaniu Funduszy Emerytalnych*¹⁰. Reguły są nieco ostrzejsze, lecz podobne do tych obowiązujących fundusze inwestycyjne; udział akcji publicznych spółek giełdowych w portfelu nie może przekroczyć 40%, a udział pojedynczej spółki nie może stanowić więcej niż 5% portfela.

3 Koncentracja własności wśród inwestorów instytucjonalnych na GPW

Koncentracja własności przedstawia się na świecie różnie w zależności od tego, który z dwóch układów własnościowo-kontrolnych dominuje w danym kraju. W USA i Wielkiej Brytanii własność jest w rękach rozproszonych inwestorów zewnętrznych (układ outsiderski)¹¹, w krajach starego kontynentu kontrola jest bardziej skoncentrowana (układ insiderski). Podział ten ma oczywiście związek z systemami finansowymi dominującymi w obu lokalizacjach: podstawą systemu kontynentalnego stanowi system bankowy powiązany kapitałowo z firmami (*bank-based system*), natomiast w systemie anglo-amerykańskim w redystrybucji środków finansowych w gospodarce znaczącą rolę (konkurencyjną w odniesieniu do banków) odgrywają rynki finansowe (*market-based system*)¹². Istnienie takich dwóch układów kontrolno-własnościowych udowadniają już badania Bechta z 1997 roku¹³. W połowie analizowanych tam firm z Austrii, Belgii, Niemczech i Włoszech pojedynczy inwestor posiadał ponad 50% głosów na WZA. Dla firm holenderskich, francuskich, hiszpańskich i szwedzkich te wartości wynosiły odpowiednio 43%, 20%, 34% i 35% (wśród właścicieli dominowali założyciele firm, korporacje oraz

⁸ *Ustawa z dnia 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych*

⁹ Pozen R., *Mutual ...*, op.cit., s.559

¹⁰ *Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*

¹¹ Tamowicz P, Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, „Transformacja Gospodarki”, Nr.110, IBnGR Gdańsk, 2002, s.12

¹² Cwynar W., Patena W., *Podręcznik do bankowości – rynki, regulacje, usługi*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2007, s. 35

¹³ Becht M., Mayer C., *The Control of Corporate Europe*, draft, 2000

państwo). W Stanach Zjednoczonych było radykalnie inaczej – tylko w 9,9% firm jeden akcjonariusz dysponował większością głosów (własność była rozproszona, głównie w rękach inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, w tym funduszy inwestycyjnych).

Struktura własności spółek publicznych w Polsce jest w dużym stopniu zdeterminowana przemianami jakie miały miejsce od roku 1989, w szczególności procesem prywatyzacji, napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych, oraz reformą emerytalną (pojawieniem się znaczących inwestorów instytucjonalnych). Prywatyzacja odbywała się z użyciem bardzo zróżnicowanych metod i miała charakter konsensualny. W konsekwencji jednak, początkowa struktura własności określała dalsze procesy prywatyzacyjne i istniejącą dziś strukturę akcjonariatu.

Tabela 2. Udział akcjonariuszy poszczególnych typów w kapitalizacji GPW (listopad 2000)

Rodzaj inwestora		Udział (%)
Inwestorzy rozproszeni (<5%)		37.6
Inwestorzy blokowi (>5%)		62.4
inwestorzy krajowi		29.8
	Skarb Państwa	16.4
	osoby fizyczne	7.9
	fundusze inwestycyjne	0.4
	fundusze emerytalne	0.1
	towarzystwa ubezpieczeniowe	0.1
	inni	4.9
inwestorzy zagraniczni		32.6

Zródło: Tamowicz P, Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, „Transformacja Gospodarki”, Nr.110, IBnGR Gdańsk, 2002, s.12

Ewolucja struktury własnościowej bywa omawiana zwykle w kontekście prywatyzacji pośredniej (program NFI, największe sprywatyzowane przedsiębiorstwa, przedsiębiorstwa sprywatyzowane z udziałem inwestora zagranicznego, jednoosobowe spółki Skarbu Państwa, spółki publiczne) i prywatyzacji bezpośredniej (prywatyzacja pracownicza). Ważną platformą realokacji majątku państwowego w drodze pośredniej prywatyzacji była GPW w Warszawie. Badanie koncentracja własności wśród spółek publicznych przeprowadzone w 2001 roku¹⁴ dowiodło wysokiej, podobnej do średniej europejskiej, koncentracji własności. Ponad 60% akcji znajdowało się w rękach inwestorów blokowych, wśród których dominował Skarb Państwa (Tabela 2).

Analiza koncentracji własności dokonana w niniejszej pracy obejmuje 343 spółki notowane na GPW w Warszawie 6 grudnia 2007 roku. Dane zebrane zostały w oparciu o informacje upublicznione przez inwestorów i udostępnione m.in. na portalu www.stooq.pl.

Tabela 3. Udział akcjonariuszy poszczególnych typów w kapitalizacji GPW (grudzień 2007)

Rodzaj inwestora	Udział (%)
Inwestorzy rozproszeni (<5%)	50.2
Inwestorzy blokowi	49.8

¹⁴ Tamowicz P, Dzierżanowski M., *Własność...*, op.cit., s. 25

(=>5%)	
inwestorzy instytucjonalni	44.2
Skarb Państwa	7.4
fundusze inwestycyjne	0.86
fundusze emerytalne	0.89
towarzystwa ubez.	0.11
banki	17.7
inni	17.2
osoby fizyczne	5.6

Obraz GPW pokazany w poprzednim paragrafie po kilku latach radykalnie się zmienił (Tabela 3). Warszawska giełda stała się liderem w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, pod względem kapitalizacji, wielkości obrotów, a szczególności ilości giełdowych debiutów. 6 grudnia 2007 roku w obrocie publicznym było 343 spółek, których łączna kapitalizacja wynosiła 1 077 599 milionów PLN. Udział Skarbu Państwa w kapitalizacji giełdy spadł z 16,4% do 7,4% (realokacja majątku państwowego ciągle trwa). Uaktywnili się inwestorzy indywidualni, powodem dużego wzrostu udziału inwestorów rozproszonych (ich udział wzrósł z 37,6% do 50,2%), są zapewne także fundusze inwestycyjne, których aktywa w grudniu 2007 roku wynosiły ok. 134 miliardy PLN, ale regulacje prawne nie pozwalały im na odgrywanie roli aktywnych inwestorów strategicznych. Ich rola jako inwestorów blokowych wprawdzie wzrosła (z 0,4% w 2000 roku do 0,86% w roku 2007), ale inwestycje blokowe to zaledwie 7% wartości ich aktywów. Podobnie stało się w przypadku funduszy emerytalnych.

Tabela 4. Udział Skarbu Państwa w kapitalizacji GPW (grudzień 2007)

Udziały (>5%) SP w spółkach GPW (1.12.2007)		
Spółka	Udział %	Wartość (w mln)
PGNiG	84.74	27700
PKO	51.49	27500
KGHM	41.79	9490
Orlen	27.52	6430
Lotos	58.84	3120
Ciech	36.68	1210
Puławy	50.75	1040
Police	68.95	994
BOS (NFOSiG)	77.27	972
Ruch	62.57	848
Mennica	31.64	287
Mondi PP Swiecie	5	168
Energociepłowna Będzin	5	4.9
Razem		79763.89

Tabele 4 i 5 ilustrują bardziej szczegółowo pokazują zaangażowanie ważnych inwestorów instytucjonalnych: Skarbu Państwa i TFI. Dane w tabeli 5 nie przedstawiają pełnego obrazu zaangażowania funduszy inwestycyjnych w spółkach publicznych (inwestycje blokowe to niewielki procent aktywów będących w posiadaniu funduszy), ale i tak reprezentatywnie pokazują jakie środki finansowe skumulowane zostały w rekach poszczególnych TFI. Widoczna

jest także korelacja pomiędzy wielkością TFI (mierzoną wartością sumy udziałów blokowych) a średnim rozmiarem bloku. Rozmiar bloku (średnia 7,9%) maleje wraz z wielkością środków zaangażowanych przez dane TFI. Ponadto, im większa kapitalizacja spółki tym rozmiar bloku mniejszy. Przykładowo BZ WBK TFI ma 5% udział w BRE, stanowiący jednak 26% aktywów funduszu zaangażowanych w inwestycje blokowe, natomiast ich zaangażowanie w Pollena-Ewa to 19,49% (wartościowo 9,32 mln) co stanowi jedynie 0,3% aktywów. Powodem takich relacji są prawne regulacje wymuszające na funduszach stosowną dywersyfikację aktywów.

Tabela 5. Udział poszczególnych TFI w kapitalizacji GPW (grudzień 2007)

TFI	Ilość spółek z udziałami >5%	Średni udział w kapitale (%)	Wartość sumy udziałów (w mln)
BZ WBK	20	10.91	2953
Pioneer Pekao	35	9.09	2701
ING	25	9.11	1663
PKO	13	6.63	330
Millennium	8	11.75	328
Opera	8	12.65	271
AIG	11	6.62	258
Legg Mason	7	7.05	185
Commercial Union	10	6.38	158
BPH	6	7.97	170
Templeton	2	7.9	110
Union Investment	6	6.07	77
Skarbiec	4	10.06	52
PZU	3	6.52	32
Investors	3	9.59	27
SEB	3	5.56	19
Allianz	3	6.76	15
DWS	1	5.05	29
Merril Lynch	1	7.73	20
KBC	1	7.5	7
Noble	1	5.01	4

4 Koncentracja własności – test hipotezy Zwiebel’a

Poziom koncentracji własności na GPW jest wysoki: 75,8% spółek posiada akcjonariusza dysponującego pakietem akcji uprawniającym do wykonywania ponad 25% głosów na WZA, a 38,5% posiada akcjonariusza dysponującego ponad 50% głosów, tylko w 7,3% firm istnieje akcjonariusz z ponad 75% pakietem. Dla porównania, wartości sprzed 7 lat¹⁵ to 76,7% i 35,7% dla odpowiednio ponad 25% i 50% głosów. Szczegółowe rozkłady dla ilości pakietów w spółkach znajdują się w tabeli 6.

Różnice między koncentracją własności i kontroli wynikają ze stosowania akcji uprzywilejowanych co do głosu. Od roku 2001 uprzywilejowanie akcji co do głosu może wynosić co najwyżej 2 głosy na akcję (wcześniej 5), a spółki publiczne nie mogą emitować akcji

¹⁵ Tamowicz P, Dzierżanowski M., *Własność...*, op.cit., s. 26

uprzywilejowanych w ogóle. Jednak w sytuacji gdy spółki zostają dopuszczone do obrotu publicznego, posiadacze akcji uprzywilejowanych zachowują swoje uprawnienia. Stąd biorą się ciągle istniejące różnice w udziałach. Należy wspomnieć, że uprzywilejowanie co do głosu odbywa się jednak kosztem możliwości zbywania akcji na giełdzie¹⁶.

W analizowanej próbie 195 (19,35%) inwestorów z grupy 1008 inwestorów blokowych (będących w posiadaniu co najmniej 5% akcji) z udziałami w 343 spółkach posiadało akcje uprzywilejowane, co w kilkunastu przypadkach znacząco zmienia relacje między koncentracją własności a kontroli w danych spółkach.

Tabela 6. Rozkład ilości akcjonariuszy blokowych w spółkach GPW (grudzień 2007)

Rozmiar bloku	Ilość bloków	Ilość spółek	% populacji
Bloki >5%	0	14	4%
Bloki >5%	1	58	17%
Bloki >5%	2	83	24%
Bloki >5%	3	73	21%
Bloki >5%	4	55	16%
Bloki >5%	5+	60	17%
Bloki >10%	0	29	8%
Bloki >10%	1	155	45%
Bloki >10%	2	108	31%
Bloki >10%	3	38	11%
Bloki >10%	4	9	3%
Bloki >10%	5+	4	1%
Bloki >20%	0	83	24%
Bloki >20%	1	207	60%
Bloki >20%	2	51	15%
Bloki >20%	3	2	1%
Bloki >20%	4	0	0%

W 343 badanych firmach jest 1008 akcjonariuszy będących w posiadaniu bloków o wartości większej niż 5% kapitalizacji firmy, 550 z blokami o wartości ponad 10%, i 318 z blokami ponad 20%. Posiadanie bloku 5% nie daje możliwości kontrolowania spółki, więc rozkład ilości spółek z różną ilością bloków jest prawie normalny (część pierwsza tabeli 6). Posiadanie bloków 10 i 20% daje (szczególnie przy rozproszeniu akcjonariatu) stopniowo coraz większe możliwości kontroli, stąd te rozkłady charakteryzują się wyższą (w porównaniu z rozkładami bloków 5%) skośnością i są płatokurtyczne (tabela 7, wykres 1).

Wykres 1. Rozkład procentowy akcjonariuszy blokowych w spółkach GPW (grudzień 2007)

¹⁶ Binek B., Peciak P., Stępniewski M., Waltz-Komierowska D., *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, KNF, Warszawa, 2007, s. 17

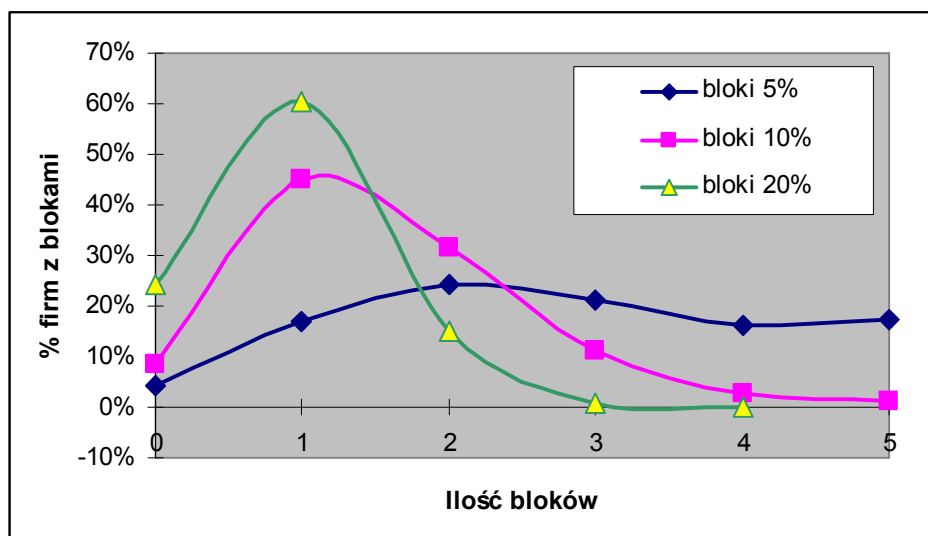


Tabela 7. Rozkład ilości akcjonariuszy blokowych vs rozkład losowy (GPW, grudzień 2007)

Rozmiar bloku	Ilość bloków	Ilość spółek	% populacji	Rozkład losowy
Bloki >10%	1	155	49.4%	75.1%
Bloki >10%	2	108	34.4%	20.8%
Bloki >10%	3	38	12.1%	3.6%
Bloki >10%	4	9	2.9%	0.5%
Bloki >10%	5+	4	1.3%	0.1%
Bloki >20%	1	207	79.6%	87.2%
Bloki >20%	2	51	19.6%	11.7%
Bloki >20%	3	2	0.8%	1.0%
Bloki >20%	4	0	0.0%	0.1%

Typową motywacją dużych inwestorów jest inwestowanie w sposób maksymalizujący korzyści z kontroli danej spółki. Zwiebel w roku 1995 sformułował i potwierdził badaniami¹⁷ hipotezę o blokowych akcjonariuszach tworzących (*create their own space*) „swoją własną przestrzeń”. Zjawisko miało polegać na tym, że wielcy blokowi inwestorzy tworzą bloki pozwalające na kontrolę nad spółką i odstrasżające innych blokowych inwestorów. Istnieje według niego pewien poziom wielkości bloku sprawiający, że cała reszta akcjonariatu jest bardzo rozproszona. Wyniki badań Zwiebel’a przedstawione są w tabeli 8. Rozkład losowy jest rzeczywiście bardziej spłaszczony niż faktyczny, co potwierdzało hipotezę Zwiebel’a. Dla obu kategorii bloków, jest o wiele mniej firm ze strukturą wieloblokową i o wiele więcej firm ze strukturą jednoblokową niż wynikałoby to z rozkładu losowego. Na przykład, rozkład losowy przewiduje istnienie 14 firm z dwoma lub więcej akcjonariuszami utrzymującymi 20% pakiety akcji, w rzeczywistości w badanej próbie (próbka to 546 firmy z 1981 CDE Stock Ownership

¹⁷ Zwiebel J., *Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control*, “The Review of Economic Studies”, Vol.62, No.2. (Apr., 1995), s. 176

Directory: Fortune 500) są tylko 3 takie firmy. Wyniki były istotne statystycznie na poziomie ufności odpowiednio 1% i 3%.

Tabela 8. Rozkład akcjonariuszy blokowych vs rozkład losowy (badania Zwiebel'a)

Rozmiar bloku	Ilość bloków	Ilość firm (faktyczna)	Ilość firm (rozkład losowy)
Bloki >10%	1	178	143.7
Bloki >10%	2	28	38.7
Bloki >10%	3	4	6.9
Bloki >10%	4	0	0.9
Bloki >10%	5+	0	0.1
Bloki >20%	1	117	94.1
Bloki >20%	2	3	12.6
Bloki >20%	3	0	1.1
Bloki >20%	4	0	0.1

Zródło: Zwiebel J., *Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control*, "The Review of Economic Studies", Vol.62, No.2. (Apr., 1995), s. 176

Analiza struktury akcjonariatu publicznych spółek w Polsce jednak hipotezy Zwiebel'a nie potwierdza. Spojrzenie na tabelę 7, bez dodatkowej analizy z użyciem narzędzi statystycznych, wystarczy, aby zauważyć zjawisko wręcz odwrotne. Faktyczny rozkład firm jest o wiele bardziej płaski niż ten wynikający z rozkładu losowego. W obu kategoriach (bloki 10% i 20%) jest więcej firm ze strukturą wieloblokową i o wiele mniej firm ze strukturą jednoblokową niż wynikałoby to z rozkładu losowego. Na przykład, rozkład losowy przewiduje 11,7% udział firm z dwoma lub więcej akcjonariuszami utrzymującymi 20% pakiety akcji, w rzeczywistości w badanej próbie udział ten wynosi 19.6% (Tabela 7). Przykładowo, rozkładu ilości bloków 20% nie można opisać rozkładem Poissona. Statystyka *Chi* kwadrat wynosi 93,32 $df = 4$. Wartość p jest poniżej 5% ($p = 0,000$), co oznacza odrzucenie hipotezy H_0 , zakładającej, że próbka jest takiego rozkładu.

Prawdopodobnie, kluczową przesłanką dla wyjaśnienia różnic w strukturze akcjonariatu (bloków ponad 5%) spółek publicznych w Polsce i USA (próbka badana przez Zwiebel'a) jest kwestia endogeniczności struktury własnościowej. Z wcześniej już wyjaśnianych powodów historycznych, ciągle trwającej prywatyzacji, realokacji własności państwowej, struktura akcjonariatu podlega procesowi bardzo powolnych zmian. Historycznie zdeterminowana struktura akcjonariatu odgrywa wciąż większą rolę niż rynkowa gra o wpływy w kontrolowaniu firm. Ponadto, część potencjalnie wielkich graczy, z powodu regulacji prawnych, nie może odgrywać roli aktywnych inwestorów strategicznych.

5 Podsumowanie

Przeprowadzone analizy pozwoliły na stwierdzenie wysokiego stopnia koncentracji własności na GPW: 75,8% spółek posiada akcjonariusza dysponującego pakietem akcji uprawniającym do wykonywania ponad 25% głosów na WZA, 38,5% posiada akcjonariusza dysponującego ponad 50% głosów, a w 7,3% firm istnieje akcjonariusz z ponad 75% pakietem. Jednocześnie struktura akcjonariatu publicznych spółek w Polsce zmienia się: udział Skarbu Państwa w kapitalizacji giełdy spadł z 16,4% do 7,4%. Uaktywnili się inwestorzy indywidualni, powodem dużego wzrostu udziału inwestorów rozproszonych (ich udział wzrósł z 37,6% do 50,2%), są fundusze inwestycyjne, których aktywa bardzo mocno rosną, ale regulacje prawne nie

pozwalają na odgrywanie roli aktywnych inwestorów. Rozkład inwestorów blokowych nie potwierdza hipotezy Zwiebel'a. Faktyczny rozkład firm jest o wiele bardziej płaski niż ten wynikający z rozkładu losowego. W kategoriach bloków 10% i 20% jest więcej firm ze strukturą wieloblokową i o wiele mniej firm ze strukturą jednoblokową niż wynikałoby to z rozkładu losowego.

Dokonana analiza koncentracji własności to dobry punkt wyjścia do serii kolejnych badań. Wydaje się, że większą koncentracja własności powinna iść w parze z większą aktywnością inwestorów: próbami wpływania na zarządzanie spółką, lokowaniem swoich przedstawicieli w radach nadzorczych, etc. Historycznie ujmując, drobni inwestorzy będący w posiadaniu akcji spółek publicznych zachowywali się pasywnie. W wielu przypadkach w sensie technicznym posiadali większość głosów, ale byli tak zatอมizowani, że rzadko byli w stanie wywrzeć wpływ na decyzje zarządów spółek. Ponadto, nie mieli oni dostatecznej wiedzy ani potrzeby angażowania się w operacyjną działalność firmy. Inne zjawiska często podejmowanie w badaniach koncentracji własności to relacje pomiędzy ilością inwestorów blokowych a wielkością firm, długością ich obecności na rynku, zmiennością cen, specyfiką branżą. Badanie te wykraczają jednak poza ramy niniejszego opracowania.

Literatura

1. Becht M., Mayer C., *The Control of Corporate Europe*, draft, 2000
2. Binek B., Peciak P., Stępniewski M., Waltz-Komierowska D., *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, KNF, Warszawa, 2007
3. Cwynar W., Patena W., *Podręcznik do bankowości – rynki, regulacje, usługi*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2007
4. Gruszczyński M., *Ekonomia nadzoru korporacyjnego*, „Badania statutowe”, Nr 03/S/0009/03, SGH, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Warszawa 2003
5. Holderness C., *A Contrarian View of Ownership Concentration in the United States and Around the World*, working paper, 2005
6. Kozarzewski P., *Nadzór korporacyjny i wtórna prywatyzacja w Polsce: ramy prawne i zmiany w strukturze własnościowej*, CASE Studia i Analizy 263, 2004
7. Pozen R.C., *The Mutual Fund Business*, MIT Press, 1998
8. Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, „Transformacja Gospodarki”, Nr.110, IBnGR Gdańsk, 2002
9. *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o ofercie publicznej*
10. *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi*
11. *Ustawa z dnia 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych*
12. *Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*
13. Wypych M., *Koncentracja własności w spółkach notowanych na GPW w Warszawie*, w: *Rynek kapitałowy, skuteczne inwestowanie*, Uniwersytet Szczeciński, „Materiały-Konferencje”, Nr 53, 2002, pod red. Waldemara Tarczyńskiego
14. Zwiebel J., *Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control*, “The Review of Economic Studies”, Vol.62, No.2. (Apr., 1995), pp.161-185.

dr Wiktor Patena: adiunkt, kierownik Zakładu Finansów w Wyższej Szkole Biznesu – National-Louis University w Nowym Sączu

Streszczenie

Celem pracy była analiza koncentracji kontroli i własności wśród 343 spółek notowanych na GPW w Warszawie w grudniu 2007. Przeprowadzone analizy pozwoliły na stwierdzenie wysokiego stopnia koncentracji własności na GPW: 75,8% spółek posiada akcjonariusza dysponującego pakietem akcji uprawniającym do wykonywania ponad 25% głosów na WZA, 38,5% posiada akcjonariusza dysponującego ponad 50% głosów, a w 7,3% firm istnieje akcjonariusz z ponad 75% pakietem. Jednocześnie struktura akcjonariatu publicznych spółek w Polsce zmienia się: udział Skarbu Państwa w kapitalizacji giełdy spadł z 16,4% do 7,4%. Uaktywnili się inwestorzy indywidualni, powodem dużego wzrostu udziału inwestorów rozproszonych (ich udział wzrósł z 37,6% do 50,2%), są fundusze inwestycyjne, których aktywa bardzo mocno rosną, ale regulacje prawne nie pozwalają na odgrywanie roli aktywnych inwestorów. Rozkład inwestorów blokowych nie potwierdza hipotezy Zwiebel'a. Faktyczny rozkład firm jest o wiele bardziej płaski niż ten wynikający z rozkładu losowego. W kategoriach bloków 10% i 20% jest więcej firm ze strukturą wieloblokową i o wiele mniej firm ze strukturą jednoblokową niż wynikałoby to z rozkładu losowego.

Block Investments and Corporate Control in Publicly Held Corporation in Poland

Summary

The paper tries to analyze the shareholder structure of publicly held companies that are listed on the Warsaw Stock Exchange. The shareholding appears to be strongly concentrated: in 2007 75.8% of the companies had shareholders with blocks greater than 25%, 38.5% had shareholders with a 50% block, and 7.3% with 75% block. Comparing to the 2000 research the structure is changing, the State has lost a significant part of its share, shareholding is more dispersed, including mutual funds that cannot play a role of active strategic investors due to legal obstacles. The Zwiebel hypothesis of the largest shareholders "creating their own space" and dissuading other large shareholders from investing in their firm is not confirmed in the Warsaw Stock Exchange environment. For both the 10% and 20% blocks, there are many more firms with multiple large-block shareholders and many fewer firms with a single large block shareholder than a random distribution would predict.