



Struktury piramidowe. Analiza spółek z GPW w Warszawie

Pyramidal Structures. Analysis of Companies from the Warsaw Stock Exchange

Maria Aluchna, Tomasz Kuszewski, Tomasz Zatoń

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mails: maria.aluchna@sgh.waw.pl; tomasz.kuszewski@sgh.waw.pl; t.zaton@gmail.com

Streszczenie

Niniejszy artykuł podejmuje próbę przybliżenia charakterystyki i funkcjonowania struktur piramidowych. Są one spotykane na całym świecie. Wykorzystuje się je w spółkach giełdowych jako dość często stosowany mechanizm lewarowania kontroli, umożliwiający ograniczenie zaangażowania kapitałowego. Celem tego artykułu jest identyfikacja skali stosowania piramid jako wzorca własności i kontroli w spółkach giełdowych w Polsce oraz analiza ich dynamiki. Cel ten został zrealizowany poprzez analizę struktury własności 181 spółek spoza sektora finansowego, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010-2014. Przeprowadzone badania wskazują na wzrost wykorzystania struktur piramidowych w spółkach giełdowych w badanym okresie. Trend ten stanowi naturalny etap przekształceń struktur własności związanych ze wzrostem przedsiębiorstw i rozwojem gospodarki.

Słowa kluczowe: struktura własności, struktury piramidowe, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Abstract

The paper attempts to draw upon the characteristics and functioning of pyramidal structures as a distinctive pattern for ownership and control. Pyramidal structures are found worldwide. They are adopted in listed companies in order to increase control leverage and the of capital involvement. The goal of the paper is to identify the popularity of pyramidal structures and the dynamics of their use in Poland. The aim of the paper is to examine the ownership structure and its dynamics on the sample of 181 non-financial companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2010-2014. The analysis reveals the increase of the popularity of the adoption of pyramidal structures in the analyzed period. This trend is interpreted as the natural stage of ownership changes related with the growth of companies' size and the development of the economy.

Keywords: ownership structure, pyramidal structures, Warsaw Stock Exchange.

Wstęp

Struktury piramidowe wykorzystywane w spółkach giełdowych stanowią dość często stosowany mechanizm lewarowania kontroli, który umożliwia ograniczenie zaangażowania kapitałowego. Literatura międzynarodowa odnotowuje występowanie tych struktur praktycznie na całym świecie z wyjątkiem spółek z Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Piramidy są szczególnie powszechnie stosowane w Azji (Indie, Korea Południowa, Tajlandia, Chiny), Kanadzie, Ameryce Południowej i Łacińskiej (Argentyna, Brazylia, Chile, Meksyk), a także w Europie (Belgia, Włochy, Szwecja). Spotyka się je także w krajach postsocjalistycznych, takich jak Rosja czy Ukraina. Jednocześnie jako forma własności i kontroli struktury piramidowe pozostają słabo rozpoznane przy braku spójnej i przekonującej teorii, która tłumaczyłaby ich powstawanie, funkcjonowanie i utrzymywanie się w długim horyzoncie czasu [Bank, Cheffins 2010; Almeida i in. 2011].

Niniejszy artykuł podejmuje próbę przybliżenia charakterystyki i funkcjonowania struktur piramidowych. Jego celem jest identyfikacja skali stosowania piramid jako wzorca własności i kontroli w spółkach giełdowych w Polsce oraz analiza ich dynamiki. Cel ten został zrealizowany poprzez analizę struktur własności 181 niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010-2014, reprezentujących każdą z czterech setek pod względem kapitalizacji. Artykuł ma następującą strukturę: w pierwszej części omówiono struktury piramidowe jako formę kontroli, wskazując na ich charakterystyczne cechy i logikę funkcjonowania. W drugiej przybliżono zjawisko lewarowania kontroli w strukturach piramidowych, które wynika z rozdzielenia praw do kontroli i praw do zysku przy niższym zaangażowaniu kapitałowym akcjonariusza większościowego. W trzeciej części przedstawiono stosowanie struktur piramidowych w Polsce na podstawie przeglądu nielicznych dostępnych opracowań i dokonano analizy empirycznej występowania piramid w polskich spółkach giełdowych. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

1. Struktury piramidowe jako forma kontroli

Mianem struktur piramidowych określa się sieci spółek połączonych ze sobą na wielu poziomach w sposób kaskadowy, wspólnie objętych kontrolą jednego rzeczywistego właściciela [Morck 2009; Bany-Arifin, Nor, McGowan 2010]. Rzeczywisty właściciel sprawuje kontrolę nad spółkami pośrednio, poprzez inne podmioty gospodarcze. Posiadając udziały większościowe w głównej firmie znajdującej się na szczycie piramidy, jest on w stanie kontrolować inną spółkę, która z kolei umożliwia mu kontrolę nad spółkami będącymi na niższym poziomie [Almeida, Wolfenzon 2006]. Liczba formowanych w ten sposób poziomów piramidy może być niemal nieograniczona [Bank, Cheffins 2010]. Typowa struktura składa się z kilku do dziesięciu warstw [Attig, Fischer, Gadhoum 2004].

Mechanizm zdobywania kontroli na kolejnych poziomach przebiega w sposób następujący: Firma A, zwana wierzchołkiem piramidy, posiada udziały większościowe w firmie B, która stanowi pierwszą warstwę struktury. Pozwala to właścicielowi firmy A na decydujący wpływ na politykę tej firmy, w tym

szczególnie na powołanie zarządu. Firma B kontroluje natomiast firmy C i D z trzeciego poziomu piramidy, co oznacza, że poziom ten realnie również pozostaje pod pośrednią kontrolą właściciela spółki A. Zależności kapitałowe między spółkami mogą także przyjmować bardziej skomplikowane formy, łącząc poszczególne poziomy piramidy jednocześnie w sposób pośredni i bezpośredni. Piramidę tworzą zazwyczaj firmy prowadzące działalność w różnych branżach, spośród których przynajmniej część musi być notowana na giełdzie. Niektóre spółki będące w sieci powiązań nie prowadzą faktycznej działalności gospodarczej, a jedynie służą jako mechanizm transferowania kontroli. Tworzenie struktur piramidowych jest charakterystyczne przede wszystkim dla grup kapitałowych zakładanych przez firmy rodzinne, od wielu lat funkcjonujących na rynkach [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 1999; Claessens i in. 2002].

Fundamentalną cechą struktury piramidowej jest malejąca w coraz szybszym tempie ilość kapitału niezbędnego do sfinansowania kontroli nad kolejnymi poziomami [Holmén, Högfeldt 2009]. Zakładając, że wymagane udziały większościowe wynoszą 51% we wszystkich firmach, rzeczywisty właściciel piramidy musi wejść w posiadanie funduszy odpowiadających kolejno: 51%, 26%, 13,3% oraz 6,8% akcji spółek z czterech pierwszych poziomów piramidy w celu sprawowania nad nimi pełnej kontroli [Morck, Nakamura 2007]. Często pakiet kontrolny może jednak wynosić znacznie mniej niż 51%, ze względu na wysokie rozproszenie akcjonariatu, co dodatkowo ułatwia budowanie struktury piramidowej i zwiększa zasięg jej oddziaływania [Bank, Cheffins 2010]. Ponadto mechanizm piramidy w wielu przypadkach jest wspierany m.in. przez wprowadzenie akcji uprzywilejowanych, co powoduje dalsze rozbieżności między prawami do przepływów pieniężnych a uprawnieniami do kontroli nad firmami, jakimi dysponuje rzeczywisty właściciel [Lins 2003; Attig, Fischer, Gadhoum 2004]. Jako przykład struktury piramidowej może posłużyć malezyjska spółka Kuala Lumpur Kepong Berhad [Bany-Arifin, Nor, Hook 2007]. Jej większościowym udziałowcem (44,5%) jest Batu Kawan Corporation, kontrolowana przez Arusha Enterprise (43,4% udziałów), która jest własnością rodziny Lee. Dzięki zastosowaniu takiej struktury rodzina Lee kontroluje Kuala Lumpur Kepong Berhad, posiadając w niej 43,4% głosów, co stanowi najniższą wartość w poszczególnych warstwach, przy zaangażowaniu środków pieniężnych na poziomie zaledwie 19,3% – iloczyn udziałów w kolejnych warstwach piramidy.

2. Lewarowanie kontroli w strukturach piramidowych

Lewarowanie kontroli jest podstawową funkcją, jaką pełnią struktury piramidowe [Morck i in. 2005b]. Oprócz klas akcji o zróżnicowanych prawach głosu oraz krzyżowych powiązań kapitałowych piramidy stanowią najpowszechniej stosowane narzędzie wspierania kontroli w grupach kapitałowych przy danym zaangażowaniu kapitałowym [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 1999; Claessens, Djankov, Lang 2000]. Osiągane dzięki nim zwiększanie rozbieżności między prawami własności a realną kontrolą pozwala na znaczącą redukcję funduszy wymaganych do ekspansji rynkowej rzeczywistego właściciela

w porównaniu do sprawowania bezpośredniej kontroli [Attig, Fischer, Gadhoum 2004]. Na każdym kolejnym poziomie piramidy jest on w stanie w coraz większym stopniu korzystać z dostępnych niskim kosztem środków inwestorów mniejszościowych, co może przekładać się na istotną przewagę konkurencyjną.

Mechanizm ten jest szczególnie efektywny w przypadku firm zakładanych przez rodziny. Stanowi dla nich niemal idealny kompromis między dostępem do zewnętrznego kapitału, uzyskiwanym w wyniku emisji akcji, a utrzymaniem silnej scentralizowanej kontroli nad spółką [Morck i in. 2005b]. Dodatkowo charakter struktury piramidowej w pewnym stopniu pozwala na odejście od konieczności obsadzania wysokich stanowisk menedżerskich członkami rodziny na rzecz kontroli pośredniej [Chung, Chan 2012; Chung 2013]. Korzystają na tym głównie starsze firmy o szerokiej skali działalności, w toku rozwoju mające problemy ze znalezieniem kompetentnej kadry zarządzającej wśród rodziny.

Możliwość zarządzania spółkami w strukturach piramidowych na skalę nieproporcjonalnie wysoką w stosunku do zaangażowanych środków finansowych niesie ze sobą liczne konsekwencje dla poszczególnych udziałowców. Decydujący wpływ na politykę inwestycyjną firm znajdujących się na wszystkich poziomach piramidy pozwala na łatwe koordynowanie przepływów finansowych między nimi przez rzeczywistego właściciela. Strukturę tę można porównać do własnego wewnętrznego rynku, na którym kapitał jest lokowany w zależności od bieżących potrzeb poszczególnych firm. Zapewnia im to zrównoważone perspektywy rozwoju, a zarazem zwiększanie wartości całej grupy [Malan, Salamudin, Ahmad 2013]. Historycznie najważniejszym przykładem efektywności osiągniętej dzięki koordynacji działań spółek z różnych kluczowych sektorów za pomocą niewielkiej ilości własnego kapitału jest Japonia, gdzie zastosowanie struktur piramidowych pozwoliło na szybkie odbudowanie gospodarki kraju w ramach tzw. „wielkiego pchnięcia” [Morck, Nakamura 2007]. Z drugiej strony skupienie szerokiego zakresu możliwości dokonywania inwestycji w rękach pojedynczego właściciela może być bardzo szkodliwe w przypadku podejmowania przez niego błędnych decyzji. Faktyczna zależność między istnieniem struktury piramidowej a wartością przedsiębiorstwa jest szeroko dyskutowana w literaturze ze względu na kontrowersje związane z oceną działań rzeczywistego właściciela [Claessens i in. 2002; Lins 2003; Attig, Fischer, Gadhoum 2004; Boubaker 2007; Malan, Salamudin, Ahmad 2013]. W wyniku rozdzielenia praw do środków pieniężnych oraz kontroli może dochodzić do problemu agencji typu II – konfliktów między udziałowcem większościowym a udziałowcami mniejszościowymi [Villalonga, Amit 2006]. Lewarowanie kontroli przez rzeczywistego właściciela powoduje, że tylko w niewielkim stopniu ponosi on powstające koszty agencji. Prowadzi to do rozbieżności jego prywatnych interesów oraz interesów grupy spółek, które mu podlegają, i motywuje do oportunistycznych zachowań o bardzo negatywnych konsekwencjach. Oznacza to, że zalety płynące z tworzenia struktury piramidowej dla rzeczywistego właściciela stanowią jednocześnie wady z punktu widzenia inwestorów mniejszościowych zaangażowanych finansowo na niższych poziomach piramidy.

Korzyści, jakie może uzyskiwać rzeczywisty właściciel z nadużywania swojego stanowiska i wykorzystywania współudziałowców, są opisywane przede wszystkim przez trzy efekty – nadużywania pozycji dominującej (*entrenchment*), tunelowania (*tunneling*) i wywłaszczenia (*expropriation*). Efekt nadużywania pozycji dominującej przedstawia sytuację, w której rzeczywisty właściciel zwiększa finansowanie za pomocą długu w kontrolowanych spółkach zależnych w celu zabezpieczenia swoich interesów [Bany-Ariffin 2010; Bany-Ariffin, Nor, McGowan 2010]. Jego motywacją wynika z tego, że chęć zdobycia dodatkowych funduszy poprzez emisję papierów wartościowych przełożyłaby się na relatywne zmniejszenie posiadanych udziałów. Uzyskiwana w ten sposób ryzykowna struktura kapitału firm z niskich poziomów piramidy może jednak grozić bankructwem, którego konsekwencje poniosą przede wszystkim zewnętrzni inwestorzy.

Efekty tunelowania i wywłaszczenia są ze sobą powiązane i dotyczą polityki inwestycyjnej prowadzonej przez rzeczywistego właściciela. Tunelowanie polega na odprowadzaniu zasobów ze spółek ulokowanych w dolnej części struktury piramidowej do tych znajdujących się na jej szczycie, na rozwoju których prywatnie najbardziej zależy rzeczywistemu właścicielowi [Gadhoum 2006; Morck 2009]. Wywłaszczenie odnosi się właśnie do osiągania osobistych korzyści wynikających ze sprawowanej kontroli kosztem udziałowców mniejszościowych [Di Carlo 2014]. Skłonność do wywłaszczenia inwestorów mniejszościowych jest wprost proporcjonalna do stopnia separacji praw do zysku oraz praw kontroli. Obok tunelowania może być ono osiągane również przez dokonywanie nadmiernych inwestycji [Almeida, Wolfenzon 2006; Bany-Ariffin, Nor, Hook 2007; Holmén, Högfeldt 2009]. Jednoczesny dostęp do nadwyżek wypracowywanych na wszystkich poziomach piramidy oraz ograniczona odpowiedzialność za błędne decyzje mogą stanowić dla rzeczywistego właściciela bodźce do inwestowania w sposób suboptymalny. Należy bowiem podkreślić asymetryczny charakter wpływu efektów dokonywanych inwestycji na kapitał właściciela piramidy [Bany-Ariffin, Nor, McGowan 2010]. W przypadku gdy inwestycja przeprowadzona przez firmę znajdującą się na niższym poziomie piramidy przyniesie straty, zdecydowaną większość kosztów poniosą udziałowcy mniejszościowi bezpośrednio zaangażowani w nią finansowo. Z kolei zyski wypracowane w ramach inwestycji mogą zostać przetransferowane w kierunku wierzchołka piramidy poprzez tunelowanie. Tym samym rzeczywisty właściciel jest w stanie jednocześnie maksymalizować własne zyski z inwestycji oraz minimalizować związane z nimi ryzyko.

Możliwości pozyskiwania prywatnych korzyści przez właścicieli piramidy są szczególnie duże, gdy nie występuje aparat monitorujący ich działania w postaci skutecznego systemu prawnego ochrony inwestorów lub obecności innych silnych udziałowców [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 1999; Attig, Fischer, Gadhoum 2004]. Z tego względu struktury piramidowe można zaobserwować przede wszystkim w gospodarkach rozwijających się, w których są one uzasadnione jako racjonalna odpowiedź na zastane zawodności rynku [Morck i in. 2005b]. Jednak powszechność tego mechanizmu także w krajach wysoko rozwiniętych sugeruje, że za intensywnym lewarowaniem kontroli z reguły stoi przede wszystkim chęć stworzenia kana-

łów czerpania prywatnych korzyści przez realnego właściciela kosztem interesów grupowych. Potwierdzają to liczne badania empiryczne wiążące wysoki stopień rozdzielania praw do kontroli i praw do zysku z niższą wyceną spółek [Claessens i in. 2002; Lemmon, Lins 2003; Bozec, Bozec, Dia 2010]. Należy jednak zauważyć, iż stosowanie struktury piramidowej nie jest tożsamy z wykorzystywaniem pozycji przez akcjonariusza kontrolującego spółkę, a powstawanie piramid może być motywowane innymi czynnikami, związanymi z np. umową społeczną [Holmén, Högfeldt 2009], dążeniem do zachowania kontroli [Morck i in. 2005a] czy relatywnie atrakcyjnym sposobem na pozyskiwanie kapitału dla tworzenia kolejnych spółek zależnych w grupie kapitałowej [Almeida i in. 2011].

3. Struktury piramidowe w polskich spółkach giełdowych – badania

System prawa cywilnego, wczesny etap rozwoju gospodarki rynkowej, rosnąca liczba spółek zakładanych i kontrolowanych przez założycieli oraz powszechność tworzenia grup kapitałowych to czynniki, które predestynują polskie spółki giełdowe do stosowania struktur piramidowych [Aluchna 2014]. Polskie spółki tradycyjnie cechuje silna koncentracja własności przy udziale największego akcjonariusza, szacowanym średnio na około 40% [Adamska 2013; Aluchna 2014]. Problematyka tych wzorców własności należy do wątków wciąż słabo rozpoznanych i wysoce specjalistycznych, a nieliczne badania wskazują na rosnące zainteresowanie wykorzystaniem piramid jako mechanizmów lewarowania kontroli [Adamska 2013; Aluchna 2014]. Wzrost liczby spółek notowanych na giełdzie w ostatnich 10 latach oraz dominacja debiutów spółek powstałych po 2000 roku, które są kontrolowane przez założycieli, sprzyjają występowaniu piramid. Studia przypadków znanych spółek, takich jak TVN, Getin Noble Bank, Echo czy Solar, wskazują, iż pewna grupa założycieli decyduje się tworzyć struktury piramidowe i kontrolować założone przez siebie spółki nie w sposób bezpośredni, lecz poprzez łańcuch różnych podmiotów. Jest to działanie naturalne, gdyż założyciele i ich rodziny dążą do utrzymywania kontroli w utworzonych spółkach, traktując je jako inwestycje długoterminowe [Bennedsen, Perez-Gonzales, Wolfenzon 2010]. Jednocześnie zaangażowanie się jednego podmiotu w kontrolę nad rozwijającym się przedsiębiorstwem o rosnącej kapitalizacji wiąże się ze wzrostem ryzyka, które można ograniczyć właśnie poprzez stosowanie piramid. Oczywiście pozostaje także omówiony powyżej wątek wykorzystywania pozycji przez akcjonariuszy dominujących dla realizowania prywatnych korzyści.

W celu ustalenia dynamiki stosowania struktur piramidowych przeprowadzone zostało badanie empiryczne. Analiza występowania struktur piramidowych objęła próbę 200 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010-2014 – po 50 największych spółek z każdej setki według kapitalizacji rynkowej za 2010 rok. Z bazy EMIS oraz poprzez ręczne zbieranie z raportów rocznych pozyskano dane opisujące strukturę własności w odniesieniu do udziału pierwszego i drugiego największego akcjonariusza wraz z określeniem jego tożsamości w podziale na Skarb Państwa, zagranicznego inwestora branżowego, krajowego

inwestora branżowego, inwestora indywidualnego i inwestora finansowego. W celu zebrania danych dotyczących kolejnych poziomów struktury własności skorzystano ponadto z KRS. Dodatkowo zebrano dane opisujące, czy dana spółka funkcjonuje jako pojedyncze przedsiębiorstwo, czy w formie grupy kapitałowej, a jeśli tak, ile spółek zależnych się na nią składa. Brak możliwości pozyskania niektórych danych za cały badany okres przyczynił się do spadku liczby spółek w próbie badawczej. Ostatecznie badaniu poddano 181 podmiotów. Analiza zebranych informacji w ciągu 5 lat pozwoliła na wychwycenie dynamiki badanego zjawiska. Wyniki przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Stosowanie struktur piramidowych w spółkach z GPW w Warszawie

Wyszczególnienie \ Rok	2010	2011	2012	2013	2014
Badane spółki	181	181	181	181	181
Piramidy	89	98	102	107	109
Grupy kapitałowe wśród piramid	72	83	88	93	94
Średnia liczba spółek w grupie kapitałowej					
– ogółem	12,7	13,8	14	13,8	15
– wśród piramid	6,9	9,1	9,1	9,4	10,7
– poza piramidami	16,5	17,6	18,6	18,3	19
Piramida – tożsamość					
Skarb Państwa	1	1	1	1	1
Inwestor branżowy, zagraniczny	36	35	35	33	34
Inwestor branżowy, krajowy	40	49	51	46	50
Inwestor indywidualny	1	3	2	2	2
Inwestor finansowy	11	10	13	25	22

Źródło: opracowanie własne.

Dane przedstawione w tabeli 1 pokazują, iż na 181 analizowanych spółek aż 109 w 2014 roku wykorzystywało struktury piramidowe. Jednocześnie liczba piramid w badanym 5-letnim okresie wzrosła z 89 do 109, co może sugerować, iż akcjonariusze dostrzegają korzyści w lewarowaniu kontroli. Trend ten stanowi także naturalny etap przekształceń struktur własności związanych ze wzrostem przedsiębiorstw i rozwojem gospodarki [Bojańczyk 2010]. Jednocześnie, zgodnie z wcześniejszymi opracowaniami na temat struktury własności, utrzymywanie się w czasie wykorzystywania struktur piramidowych sugeruje, iż ten wzorzec własności i kontroli stanowi rozwiązanie efektywne ekonomicznie [Demsetz 1983]. Warto zauważyć, iż o ile stosowanie struktur piramidowych w Polsce ma racjonalne wytłumaczenie w utrzymującej się kontroli założycieli nad utworzonymi spółkami, o tyle w pewnym sensie budzi wątpliwości w odniesieniu do znacznej koncentracji własności. Szacowana jest ona na średnio 40% akcji [Adamska 2013; Aluchna 2014], co oznacza *de facto* decydowanie o kierunkach rozwoju spółki przez akcjonariusza większościowego. Tworzenie struktury piramidowej w takich warunkach

zwiększa koncentrację kontroli, choć zapewnia jej utrzymanie na dużo wyższym poziomie niż możliwy. Sygnalizuje to jednocześnie wysokie zaangażowanie kapitałowe, co nie zmniejsza ryzyka.

Wydawać się zatem może, iż stosowanie piramid w Polsce nie pokrywa się ze wzorcami obserwowanymi za granicą, w tym przede wszystkim w gospodarkach wschodzących. Stosowanie koncentracji własności oraz struktur piramidowych może sugerować, po pierwsze, wczesny etap kształtowania się wzorców własności i kontroli w polskich spółkach giełdowych (szczególnie tych założonych przez prywatnych przedsiębiorców), a po drugie – przewagę innych motywacji do tworzenia tych struktur niż transfer wartości. Jak wskazują badania z innych krajów, odmienne motywy są związane z dążeniem do zapewnienia kontroli lub stanowią efekt reakcji przedsiębiorstw na zmiany społeczne, regulacyjne czy instytucjonalne (por. [Morck i in. 2005a; Holmén, Högfeldt 2009]). Na podstawie danych z tabeli 1 można także zauważyć, iż struktury piramidowe często współwystępują z grupami kapitałowymi, co może sugerować wykorzystywanie tych struktur jako źródła finansowania nowych spółek zależnych [Almeida i in. 2011].

W przeciwieństwie do niektórych gospodarek wschodzących (np. Chin) Skarb Państwa w Polsce nie stosuje struktur piramidowych – uzyskane dane wskazują na jeden taki przypadek w próbie badawczej. Najczęściej wykorzystywanie struktur piramidowych spotyka się u krajowych i zagranicznych inwestorów branżowych – przypadków tych w analizowanych spółkach jest odpowiednio: 50 i 34. Takie rozwiązanie wydaje się bardzo logiczne – tworzenie kolejnych pięt zwiększa kontrolę, ograniczając zaangażowanie kapitałowe i ryzyko.

Badania nad strukturami piramidowymi są utrudnione ze względu na brak dostępu do informacji o rzeczywistych akcjonariuszach (*ultimate shareholders*). Dane pozyskane w czasie badania, ale nieujęte w ramach tabeli 1 wskazują także, iż część spółek (ok. 30 z próby badawczej) jest wyraźnie kontrolowana przez założycieli lub inwestorów indywidualnych, którzy tworzą spółki holdingowe posiadające udziały w badanych podmiotach.

Podsumowanie

Struktura własności jest niezwykle istotną cechą przedsiębiorstwa, stanowiącą wynik wielu czynników o charakterze ekonomicznym, prawnym, społecznym, politycznym i będącą efektem złożonych procesów historycznych. Kształtowanie się struktury własności stanowi proces poszukiwania optymalnych rozwiązań finansowania i nadzoru nad przedsiębiorstwem. Jak pokazują analizy, te rozwiązania własnościowe, które są efektywne ekonomicznie, utrzymują się w czasie. Jednocześnie struktura własności determinuje kierunek rozwoju przedsiębiorstwa, jego strategię, styl zarządzania, politykę inwestycyjną. Poznanie tych zmian umożliwia zrozumienie relacji między spółkami a ich otoczeniem. W niniejszym artykule zaprezentowano funkcjonowanie struktur piramidowych jako formy własności koncentrującej się na zapewnieniu kontroli, dywersyfikacji ryzyka i ograniczeniu zaangażowania kapitałowego. Badania na próbie 181 spółek notowanych na Giełdzie

Papierów Wartościowych w Warszawie dowodzą iż wykorzystywanie struktur piramidowych wykazuje trend wzrostowy. Częstsze stosowanie tych struktur przez polskie spółki czyni je podobnymi do rozwiązań z gospodarek wschodzących oraz odpowiada strukturze własności w wielu krajach Europy Zachodniej. W przyszłości interesującym kierunkiem nadawczych będzie dalsza obserwacja dynamiki wykorzystywania struktur piramidowych wraz z określeniem potencjalnych różnic strategii rozwoju i wyników osiągniętych przez te struktury wobec innych rozwiązań w sferze akcjonariatu.

Literatura

- Adamska A., 2013, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Almeida H., Park S.Y., Subrahmanyam M., Wolfenzon D., 2011, *The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols*, *Journal of Financial Economics*, vol. 99, s. 447-475.
- Almeida H., Wolfenzon D., 2006, *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, *Journal of Finance*, vol. 61(6), s. 2637-80.
- Aluchna, M., 2014, *Corporate governance challenges. The case of pyramidal structures*, *Przegląd Organizacji*, nr 2 (889), s. 37-41.
- Aluchna, M., 2015, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa.
- Attig N., Fischer K., Gadhoun J., 2004, *On the determinants of pyramidal ownership: Evidence on dilution of minority interests*, EFA, Maasticht Meetings Paper, no. 4592.
- Bank S., Cheffins B., 2010, *The corporate pyramid fable*, *Business History Review*, vol. 84(3), s. 435-458.
- Bany-Arifin A.N., 2010, *Disentangling the driving force of pyramidal firms' capital structure: A new perspective*, *Studies in Economics and Finance*, vol. 27(3), s. 195-210.
- Bany-Arifin A.N., Nor F., Hook L.-S., 2007, *Pyramidal structure, firm investment and ultimate owners' empire-building motives*, *Asia Pacific Journal of Economics and Business*, vol. 11(2), s. 4-24.
- Bany-Arifin A.N., Nor F., McGowan C., 2010, *Pyramidal structure, firm capital structure exploitation and ultimate owners' dominance*, *International Review of Financial Analysis*, vol. 19, s. 151-164.
- Bennedsen M., Perez-Gonzales F., Wolfenzon D., 2010, *The governance of family firms*, [w:] Baker H., Anderson R. (red.), *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley&Sons, Hoboken, s. 141-156.
- Bojańczyk M., 2010, *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym. Kryzys zarządzania spółkami*, Diffin, Warszawa.
- Boubaker S., 2007, *Ownership-control discrepancy and firm value: Evidence from France*, *Multinational Finance Journal*, vol. 11(3/4), s. 211-252.
- Bozec Y., Bozec R., Dia M., 2010, *Overall governance, firm value and deviation from one share: One vote principle*, *International Journal of Managerial Finance*, vol. 6(4), s. 305-328.
- Chung H.-M., 2013, *The role of family management and family ownership in diversification: The case of family business groups*, *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 30, s. 871-891.
- Chung H.-M., Chan S.-T., 2012, *Ownership structure, family leadership, and performance of affiliate firms in large family business groups*, *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 29, s. 303-329.

- Claessens S., Djankov S., Lang, H., 2000, *The separation of ownership and control in East Asian corporation*, Journal of Finance, vol. 58, s. 81-112.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang, H., 2002, *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, Journal of Finance, vol. 57, s. 2741-71.
- Demsetz H., 1983, *The structure of ownership and the theory of the firm*, Journal of Law and Economics, vol. 26, s. 375-390.
- Di Carlo E., 2014, *Pyramids and the separation between direction and control of non-financial Italian family companies*, Journal of Management and Governance, vol. 18, s. 853-872.
- Gadhoom Y., 2006, *Power of Ultimate Controlling Owners: A Survey of Canadian Landscape*, Journal of Management & Governance, vol. 10(2), s. 179-204.
- Holmén M., Högfeldt P., 2009, *Pyramidal discounts: tunneling or overinvestment?*, International Review of Finance, vol. 9(1-2), s. 133-175.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1999, *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, vol. 54(2), s. 471-517.
- Lemmon M., Lins K., 2003, *Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian Financial crisis*, The Journal of Finance, vol. 58(4), s. 1445-1468.
- Lins K., 2003, *Equity ownership and firm value in emerging markets*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 38(1), s. 159-184.
- Malan I.N.B., Salamudin N., Ahmad N., 2013, *Ownership and control divergence on firm value*, Indian Journal of Commerce & Management Studies, vol. 4(1), s. 78-85.
- Morck R., 2009, *The riddle of the great pyramids*, NBER, Working Paper no. 14858.
- Morck R., Nakamura M., 2007, *Business Groups and the Big Push: Meiji Japan's mass privatization and subsequent growth*, Enterprise & Society, vol. 8(3), s. 543-601.
- Morck R., Percy M., Tian G., Yeung B., 2005a, *The rise and fall of the widely held firm – a history of corporate ownership in Canada*, [w:] Morck R. (red.), *The history of corporate governance around the world*, Chicago University Press, Chicago.
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B., 2005b, *Corporate governance, economic entrenchment and growth*, Journal of Economic Literature, vol. 43(3), s. 655-720.
- Villalonga B., Amit R., 2006, *How do family ownership, control and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics, vol. 80, s. 385-417.