

*Maciej Bałtowski**

WIĘCEJ WŁADZY NIŻ WŁASNOŚCI – SKARB PAŃSTWA JAKO SZCZEGÓLNY INWESTOR NA GPW W WARSZAWIE

(Artykuł nadesłany: 13.12.2016 r.; Zaakceptowany: 25.05.2017 r.)

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest identyfikacja i analiza relacji między zakresem własności a zakresem władzy (kontroli korporacyjnej) Skarbu Państwa jako akcjonariusza dominującego w spółkach publicznych.

Badania empiryczne, których wyniki są prezentowane w artykule, objęły sześć największych i najważniejszych spółek publicznych (giełdowych) z mniejszościowymi, choć dominującymi udziałami Skarbu Państwa. Dokonano analizy statutów tych spółek, wyszukując zapisy dające państwowemu akcjonariuszowi różnorodne przywileje. Przeanalizowano wyniki głosowań na ostatnich walnych zgromadzeniach akcjonariuszy dotyczące wyboru organów spółek.

Stwierdzono, że zakres kontroli korporacyjnej realizowanej wobec tych spółek przez Skarb Państwa jest znacząco większy niż zakres własności Skarbu Państwa. Oznacza to występowanie w badanych spółkach zjawiska lewarowania kontroli przez dominującego akcjonariusza, w tym przypadku – przez państwo. Stwierdzono bardzo głębokie „zawłaszczenie” przez Skarb Państwa podstawowego organu nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych, tj. rady nadzorczej, co negatywnie wpływa na funkcjonowanie spółek i ich zachowania giełdowe.

Słowa kluczowe: spółki Skarbu Państwa, kontrola korporacyjna, struktura właścicielska.

Klasyfikacja JEL: G31, G34, 016

* Wydział Ekonomiczny UMCS w Lublinie; e-mail: maciej.baltowski@umcs.lublin.pl

WSTĘP. POSTAWIENIE PROBLEMU

Problemy relacji między zakresem własności a zakresem władzy (kontroli) akcjonariuszy spółek giełdowych i związane z nimi problemy relacji między akcjonariuszami dominującymi a mniejszościowymi są ważnymi zagadnieniami teoretycznymi oraz praktycznymi w obszarze *corporate governance* (Monks, Minow, 2008; Adamska, 2013). Kwestiom tym sporo miejsca poświęca także nauka prawa oraz ekonomia (polityka gospodarcza).

Problemy te stają się szczególnie wyraziste w przypadku spółek o kapitale mieszanym, państwowo-prywatnym, gdy akcjonariuszem dominującym jest – w takiej czy innej formie – państwo, zaś akcjonariuszami mniejszościowymi inwestorzy prywatni – indywidualni bądź instytucjonalni. Wynika to głównie z faktu, że państwo prawie zawsze (wyjątki od tej reguły są w skali świata sporadyczne) w sytuacjach, w których posiada dominującą pozycję właścicielską w spółkach giełdowych, podejmuje próby lewarowania kontroli, tzn. uzyskiwania uprawnień kontrolnych nad spółką znacząco większych niż wynikałoby to z posiadanych udziałów własnościowych. Wydaje się też, choć trudno tę dość oczywistą intuicję potwierdzić empirycznymi badaniami porównawczymi, że owa nieproporcjonalność zakresu własności i kontroli w przypadku spółek o mieszanej własności nabiera szczególnego znaczenia w krajach postsocjalistycznych. Istnieją w nich bowiem z jednej strony długie i niedobre tradycje onnipotentnej, często niedostatecznie sformalizowanej roli państwa w gospodarce, a z drugiej – ład korporacyjny jest w tych krajach wciąż na tyle słabo wykształcony i ugruntowany, że nie stanowi wystarczającej bariery chroniącej spółki o mieszanym kapitale przed nadmiernymi zakusami państwowego akcjonariusza (zob. też: Gugler, Ivanova, Zechner, 2014).

Głównym celem niniejszego artykułu jest empiryczna identyfikacja i analiza zakresu lewarowania (wzmocnienia) kontroli przez Skarb Państwa jako akcjonariusza dominującego w przypadku wybranej grupy największych spółek notowanych na GPW w Warszawie i zbadanie skali nieproporcjonalności zakresu własności i kontroli ze strony państwa w tej grupie spółek. Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiam teoretyczno-metodyczne podstawy analizy. Część druga zawiera wyniki badań empirycznych dotyczących sześciu spółek giełdowych, w których Skarb Państwa jest akcjonariuszem dominującym, choć nie większościowym. W części trzeciej dokonuję podsumowania rozważań i formułuję wnioski.

Analiza empiryczna obejmuje przedział czasu od jesieni 2015 r. do wiosny 2016 roku. Okres bezpośrednio po wyborach parlamentarnych i po głębokiej zmianie ekipy rządzącej wydaje się bardzo dobry, aby spróbować uchwycić faktyczny (a nie tylko formalny) zakres kontroli sprawowanej przez państwo w spółkach z udziałem Skarbu Państwa.

1. RAMY TEORETYCZNO-METODYCZNE

W artykule będę analizował największe spółki obecne na GPW w Warszawie, których akcjonariuszem dominującym, ale mniejszościowym, jest Skarb Państwa

(SP). Poza obszarem szczegółowej analizy pozostawiam spółki z większościami udziałami SP. W spółkach z większościami udziałami SP władztwo państwa jest – można powiedzieć – naturalne, bo wynikające z przewagi własnościowej. Inwestorzy prywatni w takich spółkach muszą ten fakt brać pod uwagę. Natomiast w spółkach z mniejszościami udziałami SP sytuacja jest inna. Spółki te, formalnie rzecz biorąc, są prywatne, a władztwo państwa – jeżeli ma wykroczać poza zakres określony udziałami własnościowymi – musi być niejako wymuszane różnymi narzędziami pozawłaścicielskimi.

Skoncentruję się na dwóch podstawowych, powiązanych ściśle zagadnieniach:

- formalnych i faktycznych sposobach (narzędziach) lewarowania kontroli przez SP w tych spółkach,
- relacjach między SP jako akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi w aspekcie przestrzegania zasady równoprawnego traktowania akcjonariuszy.

Lewarowanie kontroli (*control leverage*, także *voting power leverage*), czyli uzyskiwania znacząco większego zakresu władzy korporacyjnej w stosunku do posiadanych udziałów własnościowych, jest zjawiskiem występującym powszechnie na rynkach kapitałowych i stosunkowo dobrze opisanym w literaturze światowej (np. Dyck, Zingales, 2004; Faccio, Lang Young, 2010). Także w literaturze polskiej istnieje obszerna i aktualna monografia A. Adamskiej (2013) na ten temat. Zainteresowany czytelnik znajdzie w niej (szczególnie w rozdz. 3) dogłębną analizę przejawów, źródeł i konsekwencji tego zjawiska, ale bez odniesień do spółek Skarbu Państwa.

Samo w sobie zjawisko nadmiaru władzy w stosunku do posiadanej własności nie ma wydzźwięku negatywnego, szczególnie w przypadku silnie rozproszonego akcjonariatu spółek. Z jednej strony zupełny brak lewarowania kontroli, a więc trzymanie się w pełni zasady proporcjonalności własności i władzy¹, prowadziłby do sytuacji rozproszonej kontroli, w której faktyczną władzę nad spółką posiadaliby menedżerowie (rady dyrektorów w modelu anglosaskim), a nie akcjonariusze.

Z drugiej jednak strony nadmierne lewarowanie kontroli przez akcjonariuszy większościowych lub dominujących oznacza wprost zaprzeczenie zasadzie równoprawnego traktowania akcjonariuszy, stanowiącej jeden z fundamentów ładu korporacyjnego² i zapisanej wyraźnie zarówno w prawie polskim (art. 20 K.s.h.), jak i w prawie wielu innych krajów. Problem leży więc nie tyle w samym zjawisku lewarowania, lecz w jego zakresie i skali.

Relacje między akcjonariuszem dominującym, którym jest państwo, a akcjonariuszami mniejszościowymi w spółkach akcyjnych można analizować z różnych punktów widzenia. W przypadku nauk prawnych celem badań może być analiza

¹ Pisał na ten temat J. Okolski (2008, s. 551): „W doktrynie wskazuje się jako jedną z podstawowych cech spółki akcyjnej zasadę proporcjonalności, zgodnie z którą zakres uprawnień akcjonariusza pozostaje w proporcji do reprezentowanego kapitału zakładowego”.

² A. Kidyba (2001, s. 47) pisze, że zasada ta ma „szczególne znaczenie w stosunkach spółek kapitałowych”.

różnych aspektów relacji między zasadą proporcjonalności a zasadą równoprawnego traktowania akcjonariuszy. Badany tu może być także status prawny różnorodnych narzędzi lewarowania kontroli, takich jak stosowanie akcji uprzywilejowanych czy szczególne zapisy statutów spółek.

W perspektywie badawczej teorii nadzoru korporacyjnego kluczowym problemem jest określenie skutków – zarówno negatywnych, jak i pozytywnych – dysproporcji między własnością a władzą dla funkcjonowania spółki, jej możliwości rozwoju oraz jej relacji z interesariuszami. Sytuacja, gdy prawa do kontroli (*voting rights*) są zdecydowanie większe niż prawa do zysku (*cash flow rights*), prowadzi generalnie do negatywnych, choć nie do końca jeszcze zbadanych zjawisk, określanych w literaturze jako realizacja korzyści prywatnych (*private benefits from control*) (Gao, Kling, 2008; Djankov i in., 2008; Barclay, Holderness, 1989)³.

Niekiedy zjawiska tego rodzaju określane są jako tzw. tunelowanie (*tunnelling*) lub jako działania akcjonariusza dominującego we własnym interesie (*self-dealing*). W każdym przypadku chodzi o naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych i czerpanie przez dominujących akcjonariuszy korzyści zdecydowanie nadmiernych w stosunku do posiadanych praw własności.

Istnieją wiarygodne, obszerne badania empiryczne (zob. La Porta i in., 2002; Aluchna, 2015) wskazujące, że – ogólnie rzecz biorąc – nadmierne uprzywilejowanie akcjonariusza dominującego w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych wpływa w długim okresie negatywnie na wyniki finansowe spółki, a w konsekwencji – z reguły – na jej wartość rynkową. Co więcej, taka sytuacja psuje rynek kapitałowy jako całość. Jakkolwiek badania te, przeprowadzone na próbie 539 dużych spółek z 27 rozwiniętych krajów świata, nie wyróżniały spółek ze znaczącym udziałem państwa, to można sądzić, że w przypadku spółek, w których państwo występuje jako dominujący właściciel, zjawisko to byłoby jeszcze wyraźniejsze.

Po pierwsze wynika to z faktu, że reprezentantami państwa w spółkach o mieszanym kapitale są bardzo często wysocy urzędnicy administracji państwowej, którzy na różne dostępne im sposoby próbują „pomagać” tym właśnie spółkom, co zwykle odbywa się kosztem innych uczestników rynku. Po drugie jest to skutkiem określonych zasad polityki gospodarczej, prowadzonej w danym kraju. Te zasady (np. w przypadku Polski założenie o strategicznym dla gospodarki kraju charakterze spółek energetycznych) wpływają na kształt uwarunkowań prawno-instytucjonalnych, które z kolei niekiedy przekładają się na konkretne rozwiązania dające przywileje (zarówno formalne, jak i nieformalne) akcjonariuszowi państwowemu.

Szukając przyczyn nadmiernych – w stosunku do posiadanych udziałów własnościowych – uprawnień kontrolnych Skarbu Państwa w spółkach giełdowych w Polsce i innych krajach postsocjalistycznych, należy też brać pod uwagę zjawisko określane w literaturze jako niechciana (niedokończona) prywatyzacja (*reluctant privatisation* – Bortolotti, Faccio, 2009; Bałtowski, Kozarzewski, 2016). Procedury prywatyzacyjne w Polsce oraz w innych krajach postsocjalistycznych

³ Artykuł Djankova i in. był cytowany w światowej literaturze ponad 2200 razy.

– szczególnie wobec największych przedsiębiorstw państwowych prywatyzowanych poprzez rynek kapitałowy – często miały właśnie tego rodzaju charakter. W prywatyzowanych spółkach państwo zachowywało – mimo sprzedaży większościowego pakietu akcji – pakiet mniejszościowy, z czym były związane określone uprawnienia kontrolne, wzmacniane zwykle przez odpowiednie, dokonane przed prywatyzacją, zapisy w statutach spółek. Po latach okazywało się, że państwo wcale nie miało zamiaru dokończenia procesów prywatyzacyjnych, a co więcej, owe początkowe uprawnienia kontrolne były stopniowo rozszerzane różnymi metodami, co w konsekwencji prowadziło do ich nadużywania i głębokiego zachwiania relacji między zakresem własności i kontroli ze strony Skarbu Państwa.

Należy odnieść się także do problemu mierzenia udziałów państwa w spółkach czy szerzej – pomiaru struktury własnościowej spółek giełdowych. Naturalną miarą jest tu oczywiście udział danego akcjonariusza w kapitale zakładowym spółki. Jednak z punktu widzenia zasad *corporate governance* i zakresu faktycznej kontroli korporacyjnej nad spółką, ważniejszy jest udział akcjonariusza w liczbie głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Obie te miary będą wykorzystywał w dalszej analizie.

Jeśli chodzi natomiast o miary zakresu kontroli państwa (lub każdego innego akcjonariusza) w spółkach, to z oczywistych powodów nie może tu istnieć jeden prosty wskaźnik. Będę się posługiwać różnymi miarami pośrednimi, takimi jak wpływ państwa na powoływanie członków rad nadzorczych i zarządów czy szczególne uprawnienia największego (państwowego) akcjonariusza. Trzeba dodać, że praktyka polskich spółek giełdowych pokazuje, że faktyczna kontrola nad spółką przejawia się w zasadniczym wymiarze w określaniu składu i funkcjonowaniu organów spółek, szczególnie rad nadzorczych. Na tę kwestię zwrócę szczególną uwagę w dalszej części opracowania.

2. SPÓŁKI SKARBU PAŃSTWA I Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA NA GPW W WARSZAWIE

Spółki publiczne, w których państwo jest akcjonariuszem większościowym posiadającym ponad 50% akcji, będę określał dalej jako spółki większościowe Skarbu Państwa albo spółki Skarbu Państwa (SP). Zaś spółki publiczne, w których państwo jest akcjonariuszem mniejszościowym, będę określał dalej jako spółki mniejszościowe Skarbu Państwa, albo spółki z udziałem Skarbu Państwa. Szczególnym rodzajem spółek z udziałem SP są spółki z dominującym udziałem SP, a więc takie, w których SP jest największym, choć nie większościowym akcjonariuszem, posiadającym co najmniej 25% akcji.

Rozróżnienie spośród spółek publicznych spółek SP oraz spółek z udziałem SP⁴ wydaje się zasadne co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, w obu przy-

⁴ Rozróżnienia tego dokonałem we wcześniejszej pracy (Bałtowski, 2015). Podobne stanowisko zajmuje również I. Postuła (2013, s. 43).

padkach zasadniczo różne są uprawnienia kodeksowe przysługujące największemu akcjonariuszowi – w pierwszym przypadku większościowemu, w drugim tylko dominującemu. W szczególności podstawowe decyzje korporacyjne, podejmowane przez walne zgromadzenie akcjonariuszy, takie jak powoływanie organów spółki i udzielanie im absolutorium czy podział zysku, zapadają zwykłą większością głosów. Oznacza to, że akcjonariusz większościowy ma w tym obszarze

Tabela 1. Podstawowe charakterystyki największych spółek Skarbu Państwa notowanych na GPW

Lista 500	Nazwa spółki	Branża	Udział SP (%)	Udział SP pośr. (%)	Udział SP łącznie (%)	Przychody (mld zł)	Liczba pracujących (tys.)
3	PGNiG SA	Gazowa	70,8	1,8	72,6	36,5	25,7
4	PGE SA	Energetyczna	58,4	2,2	60,6	28,5	38,9
5	Lotos SA	Naftowa	53,2	6,1	59,3	22,7	4,9
18	Energa SA	Energetyczna	51,5	1,4	52,9	10,8	8,5
21	Enea SA	Energetyczna	51,5	6,2	57,7	9,8	10,7
Łącznie						108,3	88,7

Uwaga: dane ekonomiczne za rok 2015, dane dot. udziałów SP – sierpień 2016 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych oraz Listy 500 „Rzeczpospolitej”.

Tabela 2. Podstawowe charakterystyki największych spółek z udziałem Skarbu Państwa notowanych na GPW

Lista 500	Nazwa spółki	Branża	Udział SP (%)	Udział SP pośr. (%)	Udział SP łącznie (%)	Przychody (mld zł)	Liczba pracujących (tys.)
1	PKN Orlen SA	Naftowa	27,5	7,1	34,6	88,3	19,0
7	PZU SA	Finansowa	34,2	1,5	35,7	20,1	23,1
8	KGHM PM SA	Przemysłowa	31,8	5,0	36,8	20,0	33,6
9	Tauron SA	Energetyczna	35,0	13,0	48,0	18,4	24,8
11	PKO BP SA	Finansowa	29,4	4,3	33,7	13,4	29,2
20	Grupa Azoty SA	Chemiczna	33,0	12,9	45,9	10,1	13,8
Łącznie						170,3	143,5

Uwaga: dane ekonomiczne za rok 2015, dane dot. udziałów SP – sierpień 2016 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełdowych oraz Listy 500 „Rzeczpospolitej”.

praktycznie wolną rękę, natomiast akcjonariusz dominujący (mniejszościowy) zwykle musi podejmować starania o uzyskanie poparcia innych akcjonariuszy.

Po drugie, rozróżnienie tego rodzaju występuje wyraźnie w statystyce publicznej, zarówno GUS-u, jak i Eurostatu. Spółki Skarbu Państwa traktowane są jako przedsiębiorstwa publiczne (państwowe), natomiast spółki z udziałem Skarbu Państwa (mniejszym niż 50%) – jako przedsiębiorstwa prywatne. To rozróżnienie przekłada się na odpowiednią ich kwalifikację przy określaniu struktury własnościowej całej gospodarki.

Dane dotyczące największych spółek SP (w których SP jest akcjonariuszem większościowym) oraz spółek z udziałem SP (w których SP jest akcjonariuszem dominującym, ale nie większościowym) notowanych na GPW w Warszawie przedstawiono odpowiednio w tabelach 1 i 2.

Do danych tych należy wnieść kilka uwag i komentarzy:

1. W wierszu „Lista 500” pokazano pozycję danej spółki na liście największych polskich przedsiębiorstw „Rzeczpospolitej” w 2015 roku.
2. Udziały Skarbu Państwa mierzone są udziałami w kapitale podstawowym. W przypadku wszystkich spółek, z wyjątkiem Energa SA, udziały te odpowiadają dokładnie udziałom w ogólnej liczbie głosów na WZA. W przypadku spółki Energa udział głosów SP na WZA jest większy niż udział w kapitale podstawowym i wynosi 64,1%.
3. Udział pośredni SP rozumiany jest jako udział własnościowy podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa lub podmioty zależne od Skarbu Państwa, przede wszystkim z branży finansowej, takich jak TFI PKO SA czy OFE PZU Złota Jesień.
4. W dwóch ostatnich kolumnach zostały zawarte dane dotyczące badanych spółek, wskazujące na ich wielkie znaczenie w polskiej gospodarce.

3. LEWAROWANIE PRAWA DO KONTROLI W SPÓŁKACH Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA

W literaturze przedmiotu wyróżnia się wiele sposobów lewarowania kontroli, a więc podwyższania faktycznego zakresu kontroli korporacyjnej przez akcjonariusza dominującego w stosunku do poziomu kontroli wynikającej wprost z posiadanych udziałów własnościowych (Adamska, 2013, rozdz. 4). W przypadku sześciu analizowanych spółek z dominującym udziałem Skarbu Państwa, notowanych na GPW w Warszawie, trzy z tych sposobów mają podstawowe znaczenie:

- wykorzystywanie posiadania zwykłej większości głosów na WZA,
- statutowe ograniczenia głosów akcjonariuszy mniejszościowych,
- zasady rekomendowania i wybierania członków rad nadzorczych.

Przeanalizuję je w kolejnych podpunktach, a następnie omówię krótko inne, szczególne mechanizmy tego rodzaju występujące jedynie w przypadku niektórych spółek.

3.1. WYKORZYSTYWANIE ZASADY PODEJMOWANIA UCHWAŁ NA WZA BEZWZGLĘDNĄ WIĘKSZOŚCIĄ GŁOSÓW OBECNYCH

Zgodnie z *Kodeksem spółek handlowych* (art. 414) uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy dotyczące podstawowych spraw spółki zapadają bezwzględną większością głosów akcjonariuszy obecnych. Statuty trzech analizowanych spółek (Orlen, PKO BP, PZU) zawierają formułę powtarzającą treść art. 414 K.s.h., że z zastrzeżeniem odmiennych postanowień K.s.h. oraz Statutu, uchwały Walnego Zgromadzenia zapadają bezwzględną większością oddanych głosów. Statuty Tauronu oraz Grupy Azoty nie zawierają takiego zapisu, co oczywiście nie zmienia zasady kodeksowej.

W przypadku KGHM sytuacja jest odmienna. Paragraf 26 Statutu tej spółki stanowi, że „uchwały Walnego Zgromadzenia zapadają zwykłą większością głosów oddanych, o ile przepisy prawa lub niniejszy Statut nie stanowią inaczej”.

W warunkach stosunkowo dużego, jak na warunki polskiej giełdy, rozproszenia akcjonariatu analizowanych spółek, a także w sytuacji, gdy znaczącymi akcjonariuszami tych spółek są podmioty zależne od Skarbu Państwa, mniejszościowe udziały własnościowe SP przekładają się na bezwzględną większość głosów na WZA. Odpowiednie dane dotyczące zwyczajnych WZA w latach 2015 oraz 2016, a także szczególnego nadzwyczajnego WZA, które odbywało się we wszystkich spółkach po zmianie rządu w październiku 2015 r., zawiera tabela 3.

Tabela 3. Udział procentowy Skarbu Państwa w głosach na ostatnich WZA analizowanych spółek*

Wyszczególnienie	Orlen	PZU	KGHM	Tauron	PKO BP	Grupa Azoty
Zwyczajne WZA 2015	55,64	58,80	69,39	67,76	57,32	50,12
Zwyczajne WZA 2016	44,80	58,74	73,38	60,38	53,67	53,86
Nadzwyczajne WZA 2015/16	51,07	61,55	72,35	56,74	53,50	56,99
Faktyczna siła SP w czasie NWZA 2015/2016	62,10	66,20	74,40	59,50	58,90	65,40

* Wraz z ujawnionymi akcjonariuszami zależnymi od Skarbu Państwa posiadającymi ponad 5% głosów na WZA.

Źródło: obliczenia własne na podstawie informacji ze spółek.

W 17 z 18 przedstawionych w tabeli 3 przypadków Skarb Państwa wraz z ujawnionymi akcjonariuszami zależnymi posiadał bezwzględną większość głosów na WZA umożliwiającą podejmowanie decyzji w tak ważnych sprawach, jak powoływanie organów spółki, podział zysku czy przyjmowanie strategii rozwoju. W rzeczywistości bezwzględna większość głosów w rękach Skarbu Państwa istniała także w przypadku ZWZA Orlenu w 2016 r., gdyż kilku znaczących akcjonariuszy Orlenu zależnych od Skarbu Państwa posiadających poniżej 5% głosów

(a więc nieujawniających się na WZA) w sumie posiadało ponad 6% głosów (OFE PZU Złota Jesień, OFE PKO BP Bankowy, TFI PKO SA).

Ostatni wiersz tabeli pt. „Faktyczna siła SP...” zawiera dane pokazujące, jaki procent głosów popierających uzyskali – przeciętnie rzecz biorąc – kandydaci do rad nadzorczych poszczególnych spółek zgłaszani przez Skarb Państwa. W niektórych przypadkach (Orlen, Tauron) to faktyczne poparcie Skarbu Państwa było znacząco większe niż udział procentowy SP w głosach na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, co oznacza że część akcjonariuszy prywatnych – z takich czy innych powodów – popierała kandydatury zgłoszone przez Skarb Państwa.

3.2. OGRANICZENIA PRAWA GŁOSU AKCJONARIUSZY MNIEJSZOŚCIOWYCH NA WZA

Ograniczenie to, w zasadniczy sposób naruszające zasadę równoprawności akcjonariuszy na korzyść Skarbu Państwa, zapisane jest w różnej postaci w statutach pięciu z sześciu analizowanych spółek. W statutach Orlenu, Tauronu oraz PZU zapis jest w zasadzie analogiczny – prawo głosowania akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu zostaje ograniczone w taki sposób, że żaden z nich nie może wykonywać więcej niż 10% ogólnej liczby głosów istniejących w spółce w dniu odbywania walnego zgromadzenia. Przy czym ograniczenie to „nie dotyczy Skarbu Państwa” (w przypadku Orlenu) lub „Skarbu Państwa i podmiotów zależnych od Skarbu Państwa” (w przypadku Tauronu).

W przypadku PZU zapis jest nieco bardziej skomplikowany, ale o podobnej zawartości merytorycznej. W spółce tej ograniczenie to nie dotyczy „akcjonariuszy, którzy w dniu powzięcia uchwały Walnego Zgromadzenia wprowadzającej ograniczenie, są uprawnieni z akcji reprezentujących więcej niż 10% ogólnej liczby głosów istniejących w Spółce”, a więc faktycznie również Skarbu Państwa.

W przypadku Orlenu ograniczenie wykonywania prawa głosu przez akcjonariuszy innych niż Skarb Państwa jest bezwarunkowe. W Tauronie zachodzi wtedy, gdy Skarb Państwa wraz z podmiotami zależnymi posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 25% ogółu głosów w Spółce, a w PZU prawa te istnieją, gdy udział SP w kapitale zakładowym Spółki wynosi co najmniej 5%.

W statucie Grupy Azoty analogiczne uprawnienie jest sformułowane nieco mniej restrykcyjnie – dopóki Skarb Państwa lub podmioty zależne od Skarbu Państwa są właścicielami akcji Spółki uprawniających do co najmniej 20% ogólnej liczby głosów na WZA, prawo głosu pozostałych akcjonariuszy zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na walnym zgromadzeniu więcej niż 20% ogólnej liczby głosów.

W statucie Banku PKO BP nie ma wprost zapisu o ograniczeniu prawa głosu akcjonariuszy mniejszościowych, jest tam natomiast wprowadzone szczególne szerokie uprzywilejowanie Skarbu Państwa, określanego jako tzw. „akcjonariusz uprawniony”. Wstąpienie w prawa akcjonariusza uprawnionego może nastąpić jedynie przez akcjonariusza, który samodzielnie nabędzie (działając w imieniu własnym oraz na swój rachunek) oraz zarejestruje na Walnym Zgromadzeniu

akcje stanowiące co najmniej 75% (siedemdziesiąt pięć procent) ogólnej liczby akcji w kapitale zakładowym Banku.

Statut KGHM, jako jedyny z analizowanych statutów sześciu spółek, nie zawiera zapisów ograniczających prawa głosu akcjonariuszy mniejszościowych.

3.3. SZCZEGÓLNE UPRAWNIENIA SKARBU PAŃSTWA ODNOŚNIE DO WYBORU CZŁONKÓW RAD NADZORCZYCH

Kolejna grupa szczególnych uprawnień statutowych Skarbu Państwa o charakterze przywileju zakłócającego naturalną równowagę własności i władzy w spółkach giełdowych dotyczy kwestii związanych z powoływaniem i funkcjonowaniem rad nadzorczych.

W Orlenie, PZU i Grupie Azoty Skarb Państwa – dopóki posiada choć jedną akcję spółki – jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka rady nadzorczej w drodze pisemnego oświadczenia składanego zarządowi spółki. W PZU, Tauronie oraz Banku PKO BP występuje dodatkowe, bardzo silne uprzywilejowanie Skarbu Państwa w tym obszarze.

W PZU, w którym liczba członków rady nadzorczej ma być zawsze nieparzysta, niezależnie od członka rady powołanego przez Skarb Państwa w drodze pisemnego oświadczenia, wybór połowy członków rady nadzorczej powoływanych przez WZA następuje spośród osób wskazanych przez Skarb Państwa. Oznacza to, że zawsze bezwzględna większość członków rady nadzorczej pochodzi z mianowania lub rekomendacji Skarbu Państwa.

W Tauronie występuje podobna sytuacja – dopóki Skarb Państwa wraz z podmiotami zależnymi posiada liczbę akcji spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 25% ogółu głosów, jest on uprawniony do powoływania i odwoływania połowy maksymalnej liczby członków rady nadzorczej. W praktyce oznacza to, że większość członków rady nadzorczej pochodzi z mianowania lub rekomendacji Skarbu Państwa. Przy tym Skarb Państwa nie jest wyłączony od prawa głosowania na walnym zgromadzeniu w sprawie powołania i odwołania pozostałych członków rady nadzorczej, w tym niezależnych członków rady nadzorczej.

W PKO BP zapisy statutu dotyczące powoływania członków rady nadzorczej są bardzo skomplikowane. Określona jest specjalna formuła matematyczna, wskazująca na liczbę kandydatów do rady nadzorczej, których kandydatury ma prawo zgłaszać uprawniony akcjonariusz, a więc Skarb Państwa. Liczba ta określona jest jako trzynastokrotność udziału akcjonariusza uprawnionego w kapitale zakładowym banku. Ponieważ udział ten wynosi obecnie 0,294, to liczba kandydatów jest równa 4. W praktyce liczba członków rady nadzorczej (RN) pochodzących z rekomendacji Skarbu Państwa może jednak być znacznie większa. Co prawda kandydatów na pozostałych członków RN mają prawo zgłaszać wszyscy akcjonariusze, ale statut jasno określa (par. 11.2), że w owych „wszystkich” mieści się również Uprawniony Akcjonariusz. Innymi słowy, uprawniony akcjonariusz, czyli Skarb Państwa, może zgłosić i wybrać zwykłą większością głosów na WZA nawet wszystkich kandydatów do rady nadzorczej banku.

Jeśli chodzi o wybór przewodniczącego rady, to problem ten jest rozwiązywany rozmaicie w różnych spółkach. W PKO BP przewodniczącego RN, a także wiceprzewodniczącego wskazuje wprost („wyznacza” – jak określa Statut) uprawniony akcjonariusz. W Orlenie i Grupie Azoty powołuje go WZA, a więc *de facto* Skarb Państwa. Natomiast w KGHM, PZU i w Tauronie rada nadzorcza wybiera przewodniczącego ze swojego grona.

W statutach pięciu spośród sześciu analizowanych spółek znalazły się zapisy o członkach niezależnych w radach nadzorczych. Doświadczenia z ostatnich lat dotyczące funkcjonowania spółek z udziałem Skarbu Państwa (a także spółek Skarbu Państwa) jednak wskazują, że owi członkowie niezależni nie odgrywają istotnej roli jako „reprezentanci” akcjonariuszy mniejszościowych⁵. W wielu przypadkach są to osoby wskazywane przez tych akcjonariuszy mniejszościowych, którzy są pośrednio zależni od Skarbu Państwa, a następnie w drodze uchwały – przez walne zgromadzenia akcjonariuszy, w których Skarb Państwa dysponuje zwykłą większością głosów.

Zestawienie wybranych przepisów statutów analizowanych spółek zawarto w tabeli 4.

Tabela 4. Wybrane przepisy statutów analizowanych spółek dotyczące rad nadzorczych

Wyszczególnienie	Orlen	PZU	KGHM	Tauron	PKO BP	Grupa Azoty
Liczebność RN	6–9	7–11	7–10	5–9	5–13	5–9
Wskazywanie członków RN przez SP (osobiste uprawnienia)	TAK (1)	TAK (1)	NIE	TAK (4*)	TAK (4**)	TAK (1)
Większość członków RN z rekomendacji SP	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE
Wskazywanie przewodniczącego RN przez SP lub WZA	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK
Członkowie niezależni (co najmniej)	2	1	2	2	Brak	2

* W zależności od liczebności RN.

** W zależności od udziału SP w kapitale zakładowym spółki.

Źródło: opracowanie własne.

⁵ Choć co do zasady żaden członek rady nadzorczej, nawet wskazywany przez określonego akcjonariusza, nie jest jego „reprezentantem”, lecz reprezentuje spółkę, to w oficjalnych dokumentach Ministerstwa SP jest używane określenie „członek rady nadzorczej – reprezentant Skarbu Państwa”. Zob. np. *Wskazówki Ministerstwa Skarbu Państwa dla członków rad nadzorczych – reprezentantów Skarbu Państwa w radach nadzorczych spółek z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa*, www.msp.gov.pl/download/2/11697/Wskazowkimniejszosciowe.pdf (data dostępu: 5.11.2016 r.).

3.4. INNE SZCZEGÓLNE UPRAWNIENIA SKARBU PAŃSTWA

Oprócz wymienionych powyżej, „systemowych”, można powiedzieć, szczególnych uprawnień Skarbu Państwa w statutach większości analizowanych spółek występują dodatkowo inne, różne uprawnienia tego akcjonariusza. Wymienię niektóre z nich.

W przypadku Orlenu dopóki Skarb Państwa jest uprawniony do powoływania członka rady nadzorczej, dopóty uchwały w sprawie udzielenia zgody na dokonanie pewnych szczególnych czynności, o których mowa w ustępie 12 pkt 3 Statutu spółki, wymagają głosowania za ich przyjęciem członka RN powołanego przez Skarb Państwa

Także w przypadku Orlenu do czasu zbycia przez Skarb Państwa ostatniej akcji spółki jeden członek Zarządu jest powoływany i odwoływany przez radę nadzorczą na wniosek Ministra Skarbu Państwa.

W przypadku PKO BP liczbę członków rady nadzorczej ustala uprawniony akcjonariusz, czyli Skarb Państwa. Ale uprawnienie to jest rozszerzone także na sytuację, gdy zgłoszony został wniosek o wybór rady nadzorczej w drodze głosowania oddzielnymi grupami.

W przypadku Tauronu, nawet jeśli udział Skarbu Państwa spadnie poniżej 25%, akcjonariusz ten będzie mógł powoływać jednego z członków rady nadzorczej w drodze oświadczenia składanego spółce.

W przypadku Grupy Azoty akcjonariusz Skarb Państwa, niezależnie od posiadanego udziału w kapitale zakładowym, może żądać umieszczenia określonych spraw w porządku najbliższego walnego zgromadzenia.

4. ZMIANY SKŁADU RAD NADZORCZYCH I ZARZĄDÓW SPÓŁEK Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA PO ZMIANIE RZĄDU

W następstwie zmiany rządu, jaka nastąpiła w Polsce w 2015 r. po październikowych wyborach parlamentarnych, we wszystkich analizowanych spółkach w okresie od listopada 2015 r. do lutego 2016 r. odbyły się nadzwyczajne walne zgromadzenia akcjonariuszy zwoływane na wniosek ministra Skarbu Państwa. Na zgromadzeniach tych, a także w niedługim czasie po zgromadzeniach, zostały dokonane głębokie zmiany kadrowe w organach spółek. Analiza tych zmian może dostarczyć cennego materiału empirycznego dotyczącego faktycznego zakresu kontroli państwa nad tymi spółkami.

Już w tydzień po powołaniu nowego rządu minister SP dokonał zmiany swojego przedstawiciela w RN Orlenu wskazywanego bezpośrednio na podstawie par. 8 Statutu spółki. Zmiana na stanowisku prezesa zarządu Orlenu nastąpiła 16 grudnia 2015 r., a więc dokonana została jeszcze przez „stara” RN. Nadzwyczajne walne zgromadzenie PKN Orlen SA dokonało 29 stycznia 2016 r. zmian w składzie rady nadzorczej spółki. Na wniosek ministra SP odwołanych

zostało pięciu jej członków. Powołano pięciu nowych członków RN, w tym czterech z rekomendacji SP i jednego z rekomendacji akcjonariusza mniejszościowego – Nationale-Nederlanden OFE.

Prezes zarządu PZU złożył rezygnację z zajmowanej funkcji 9 grudnia 2015 roku. Nadzwyczajne walne zgromadzenie w dniu 7 stycznia 2016 r. odwołało ze składu rady nadzorczej spółki siedmiu dotychczasowych członków, powołując siedem nowych osób – sześć z rekomendacji SP oraz jedną z rekomendacji akcjonariusza mniejszościowego – PKO TFI, a więc podmiotu zależnego pośrednio od Skarbu Państwa (jeden z wcześniejszych członków RN został odwołany na wniosek PKO TFI). Nowy prezes zarządu został powołany 19 stycznia 2016 roku. W marcu 2016 r. RN odwołała dwóch członków „starego” zarządu.

Nadzwyczajne walne zgromadzenie spółki KGHM PM SA odbyło się w dniu 18 stycznia 2016 roku. Na wniosek Skarbu Państwa odwołano aż sześciu członków rady nadzorczej spółki. Na ich miejsce powołano nowych – czterech z rekomendacji SP i dwóch z rekomendacji PZU Złota Jesień, a więc podmiotu zależnego od Skarbu Państwa. 3 lutego 2016 r. na pierwszym posiedzeniu nowej rady nadzorczej odwołany został dotychczasowy długoletni prezes KGHM PM.

Nadzwyczajne walne zgromadzenie PKO BP SA w dniu 25 lutego 2016 r. na wniosek Skarbu Państwa odwołało sześciu członków rady nadzorczej (z osmioosobowego składu). Powołano pięciu nowych członków rady na wniosek SP oraz dwóch zgłoszonych przez akcjonariuszy mniejszościowych. Kolejne dwie osoby ze „starego” składu RN odwołane zostały podczas NZWA w czerwcu 2016 roku.

Tabela 5. Zmiany w organach analizowanych spółek w okresie listopad 2015 r. – czerwiec 2016 r.

Lp.	Wyszczególnienie	Orlen	PZU	KGHM	Tauron	PKO BP	Grupa Azoty
1	Zmiana prezesa	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK
2	Liczebność zarządu	6	4	5	5	7	6 (5+1)
3	„Nowi” członkowie zarządu	3	4	5	5	2	4 (4+0)
4	Zmiana zarządu (w %)	50	100	100*	100	28,5	80*
5	Liczebność RN	8	9	9 (6+3)	9	9	9 (6+3)
6	„Nowi” członkowie RN	5	7	6 (6+0)	6	8	6 (5+1)
7	W tym z rekomend. SP**	5	6	6	5	6	5
8	Zmiany RN (w %)	62,5	77,8	100*	66,7	88,9	83,3*

* Oprócz osób wybieranych przez pracowników spółki (druga liczba w nawiasie dotyczy członków rady nadzorczej wybieranych przez pracowników); ** oraz oprócz podmiotów zależnych bezpośrednio lub pośrednio od SP.

Źródło: opracowanie własne.

Już 2 grudnia 2015 r. minister Skarbu Państwa, działając w ramach uprawnień osobistych, określonych w § 23 ust. 1 statutu spółki Tauron, odwołał 4 osoby ze składu rady nadzorczej i powołał na ich miejsce inne osoby. W dniu 8 grudnia 2015 r. rada nadzorcza odwołała ze składu zarządu prezesa i trzech wiceprezesów, a w dniu 8 stycznia 2016 r. kolejnego wiceprezesa.

1 lutego 2016 r. NZWA Grupy Azoty odwołało ze składu RN cztery osoby, powołując na ich miejsce inne cztery osoby, w tym przewodniczącego rady. 19 lutego 2016 r. rada nadzorcza podjęła uchwały o odwołaniu dotychczasowego prezesa zarządu oraz trzech wiceprezesów i powołaniu na ich miejsce czterech innych osób.

Sumę zmian w organach analizowanych spółek w okresie po zmianie rządu przedstawiono w tabeli 5⁶.

Dane zawarte w tabeli 5 wskazują jednoznacznie, że zakres dokonanych z inspiracji państwa zmian, szczególnie jeśli chodzi o skład rad nadzorczych, był zasadniczo większy niż zakres udziałów własnościowych Skarbu Państwa w analizowanych spółkach.

5. DZIAŁANIA SKARBU PAŃSTWA A WYCENA SPÓŁEK

Na podstawie przeprowadzonej powyżej analizy dość oczywiste wydaje się postawienie hipotezy, że wykorzystywanie pozycji dominującej przez państwowego akcjonariusza i nieszanowanie uprawnień prywatnych akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach giełdowych powinno skutkować relatywnie niższą wyceną spółek, w których istnieje taka sytuacja. Dokonanie poprawnego metodologicznie określenia czy nawet szacunku wpływu różnorodnych, opisanych powyżej działań państwa-akcjonariusza na sytuację (wartość) giełdową spółek nie jest jednak proste. Trudne jest bowiem zachowanie warunku *ceteris paribus* – w każdym analizowanym przypadku mogą wystąpić szczególne czynniki, niezależne od uwarunkowań politycznych, wpływające istotnie na zachowania giełdowe określonej spółki, takie jak trendy branżowe czy różnorodne nieoczekiwane zdarzenia. Pewnym rozwiązaniem, choć wymagającym odrębnych badań na znacznie szerszą skalę, byłoby zapewne wykorzystanie tzw. naturalnego eksperymentu, używanego niekiedy w badaniach empirycznych z tego zakresu (Apring, Sautner, 2010).

Niemniej jednak można podjąć próbę dokonania przynajmniej pewnych szacunków w tym zakresie. W tabeli 6 przedstawiono zmiany kursów akcji analizowanych spółek w okresie jednego roku po wyborach parlamentarnych, które odbyły się w październiku 2015 roku. Średnia nieważona zmiana kursu tej grupy spółek wyniosła w tym czasie minus 22,3%. W tym samym okresie indeks WIG20 spadł o 19,5%, a więc o 12,6% mniej niż analizowana grupa spółek.

⁶ Tęgo rodzaju zmiany odbywały się w Polsce po każdej zmianie rządu. Wstępna analiza wskazuje jednak, że zarówno w roku 2005, jak i w roku 2007 zmiany te miały mniejszy zasięg i zacho- dziły z mniejszą intensywnością.

Tabela 6. Zmiana kursu akcji analizowanych spółek w ciągu roku po wyborach parlamentarnych

Lp.	Nazwa	15.10.2015	14.10.2016	Zmiana (%)
1	PKN Orlen SA	65,60	69,00	+5,2
2	PZU SA	38,78	24,78	-38,1
3	KGHM PM SA	95,30	69,76	-26,8
4	Tauron SA	3,20	2,43	-24,1
5	PKO BP SA	30,74	25,32	-17,6
6	Grupa Azoty SA	91,42	61,65	-32,6
Średni spadek kursu		-22,3%		
WIG20		2136	1720	-19,5

Źródło: opracowanie własne.

Tego rodzaju analizę można pogłębić, wyróżniając w ramach indeksu WIG20⁷ trzy odrębne – z interesującego nas punktu widzenia – grupy spółek:

- spółki w pełni prywatne, których jest 10 – Alior, Asseco, BZ WBK, CCC, Cyfrowy Polsat, Eurocash, LPP, mBank, Orange, Pekao;
- spółki z dominującymi, ale mniejszościowymi udziałami państwa, których jest 5 – Orlen, PZU, KGHM, Tauron, PKO BP;
- spółki z większościowymi udziałami państwa, których jest również 5 – Enea, Energa, Lotos, PGE, PGNiG.

Dla każdej z tych grup zostały określone średnie nieważone zmiany kursu akcji w analizowanym okresie. Wyniki obliczeń zawiera tabela 7.

Tabela 7. Średnia nieważona zmiana kursu grup spółek z indeksu WIG20 w analizowanym okresie

Grupa spółek prywatnych	-15,2%
Grupa spółek z udziałem Skarbu Państwa	-20,3%
Grupa spółek Skarbu Państwa	-24,5%
Indeks WIG20	-19,5%

Źródło: opracowanie własne.

⁷ Rozpatruję skład indeksu WIG20 w październiku 2016 r.

Wyniki zawarte w tabeli 7 można uznać za potwierdzające postawioną hipotezę. W analizowanym okresie średni nieważony kurs akcji każdej z trzech wyróżnionych grup spółek z indeksu WIG20 spadł znacząco. Wyraźnie w najmniejszym stopniu spadł jednak kurs grupy spółek prywatnych. Spadek kursu grupy spółek z dominującymi, ale mniejszościowymi udziałami SP był o ponad 33% większy niż grupy prywatnych. Zaś spadek kursu spółek z większościami udziałami SP, w których zakres kontroli państwa jest najszerszy, był aż o ponad 60% większy niż grupy spółek prywatnych i ponad 20% większy niż spółek z dominującymi udziałami SP.

UWAGI KOŃCOWE I WNIOSKI

Konflikt pomiędzy akcjonariuszem dominującym, posiadającym znaczący, kontrolny pakiet akcji, a akcjonariuszami rozproszonymi, drobnymi, jest naturalny w spółkach publicznych. Jest to w gruncie rzeczy konflikt między dwiema wartościami – zasadą proporcjonalności własności i władzy oraz zasadą skoncentrowanej kontroli korporacyjnej jako warunku właściwego funkcjonowania spółki. W przypadku gdy owym akcjonariuszem dominującym jest Skarb Państwa, konflikt się zaostrza, bardzo często państwo-właściciel postępuje bowiem według reguły: „państwu wolno więcej”. Przejawia się to przede wszystkim w głębokim „zawłaszczeniu” przez Skarb Państwa podstawowego organu nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych, tj. rady nadzorczej.

Sytuacja taka występuje w ostatnich latach w przypadku spółek z kapitałem mieszanym notowanych na GPW w Warszawie. W artykule poddano analizie sposób funkcjonowania w obszarze *corporate governance* sześciu dużych spółek publicznych (PKN Orlen, PZU, KGHM, Tauron, PKO BP, Grupa Azoty), w których Skarb Państwa jest akcjonariuszem dominującym, posiadającym ok. 30% akcji oraz głosów na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy (a wraz z innymi akcjonariuszami zależnymi od państwa – od 35% do 48%). Spółki te, formalnie rzecz biorąc, a także w ujęciu statystyki publicznej, są podmiotami prywatnymi.

Skarb Państwa w rzeczywistości sprawuje jednak nad nimi bardzo daleko posuniętą kontrolę korporacyjną, traktując je w zasadzie jako własność państwową, równorzędnie z innymi ważnymi spółkami publicznymi, takimi jak: PGNiG, PGE, Lotos, Enea, Energa, których formalna sytuacja jest inna. Bowiem w tych pięciu wymienionych spółkach – w przeciwieństwie do sześciu spółek analizowanych powyżej – udział własnościowy Skarbu Państwa jest większościowy – przekracza 50%.

W przypadku sześciu spółek z dominującymi, ale nie większościami udziałami państwa, Skarb Państwa stosuje różnorakie metody lewarowania (powiększania) kontroli. W większości przypadków są to szczególne zapisy w statutach tych spółek, dające państwowemu akcjonariuszowi określone, *quasi-właścicielskie*

przywileje. Skarb Państwa nagminnie wykorzystuje także fakt, że w przypadku spółek giełdowych o rozproszonym akcjonariacie, udział około 30–35% w kapitale zakładowym wystarcza do uzyskania bezwzględnej większości głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Bardzo dobrym okresem do analizy faktycznej roli Skarbu Państwa jako dominującego właściciela spółek publicznych jest przedział czasu bezpośrednio po wyborach parlamentarnych związanych ze zmianą rządu. W każdej z analizowanych sześciu spółek wkrótce po powstaniu nowego rządu odbyły się nadzwyczajne walne zgromadzenia akcjonariuszy, na których dokonano głębokich zmian personalnych w organach spółek. Zakres tych zmian, zdecydowanie nadmierny w stosunku do posiadanych przez Skarb Państwa udziałów własnościowych, pokazuje faktyczną siłę właścicielskiego nadzoru państwa.

Przeprowadzona analiza potwierdza w pełni wniosek M. Aluchny (2015, s. 266), sformułowany na podstawie wywiadów i konsultacji z szerokim gronem respondentów związanych z polskim rynkiem kapitałowym (zarówno analityków, jak i członków władz spółek giełdowych), że „Skarb Państwa jest specyficznym akcjonariuszem, którego działania w zakresie *corporate governance* są silnie uzależnione od decyzji politycznych”. A także, że jest to „(...) najmniej przewidywalny [akcjonariusz – MB], który często podejmuje działania na szkodę akcjonariuszy mniejszościowych”.

Na koniec należy jeszcze zwrócić uwagę na aspekt – można powiedzieć – „makroekonomiczny” analizowanego zagadnienia. Statystyka publiczna traktuje spółki z mniejszościowymi udziałami państwa jako podmioty prywatne, choć w rzeczywistości ich funkcjonowanie nie różni się w zasadzie od funkcjonowania spółek z udziałami większościowymi państwa, które są zaliczane do sektora publicznego. Fakt ten wprowadza przekłamania w ważnych danych statystyki publicznej.

W roku 2014 przychody ogółem przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, w których liczba pracujących przekracza 9 osób, wyniosły 3089,8 mld zł, w tym podmioty sektora publicznego uzyskały, według GUS (2015, tabela 1 (494)), przychody 298,3 mld zł, co stanowi 9,65%. Wielkość ta stanowi podstawową miarę zakresu własności państwowej w gospodarce polskiej, stosowaną także do analiz porównawczych na poziomie międzynarodowym.

W tym samym 2014 r. przychody czterech niefinansowych spółek z udziałem Skarbu Państwa, analizowanych w artykule (Orlen, KGHM, Tauron, Grupa Azoty), traktowanych przez statystykę publiczną jako „prywatne”, wyniosły łącznie ok. 155,6 mld zł. Gdyby tylko te cztery spółki potraktować – zgodnie z faktycznym stanem rzeczy – jako „państwowe”, to zakres własności państwowej w polskiej gospodarce wzrósłby z 9,65% do 14,7%, a więc o ponad 50%. Ten drugi, faktyczny zakres własności państwowej w polskiej gospodarce, znacznie przewyższający podobne wskaźniki w krajach najwyżej rozwiniętych, oznacza, że istnieje przestrzeń do działań prywatyzacyjnych, zmniejszających udział państwa we własności gospodarczej.

BIBLIOGRAFIA

- Adamska A. (2013), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2015), *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Poltex, Warszawa.
- Apring S., Sautner Z. (2010), *Corporate governance and leverage: Evidence from a natural experiment*, "Finance Research Letters", 7(2).
- Bałtowski M. (2015), *Spółki Skarbu Państwa – próba typologii*, w: *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, A. Kidyba, (red. naukowa), Wolters Kluwer SA, Warszawa.
- Bałtowski M., Kozarzewski P. (2016), *Formal and real ownership structure of the Polish economy: state-owned versus state-controlled enterprises*, "Post-Communist Economies", 28(3).
- Barclay M.J., Holderness C.G. (1989), *Private benefits from control of public corporations*, "Journal of Financial Economics", 25(2).
- Bortolotti B., Faccio M. (2009), *Government control of privatized firms*, "Review of Financial Studies", 22 (8).
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2008), *The law and economics of self-dealing*, "Journal of Financial Economics", 88.
- Dyck A., Zingales L. (2004), *Private benefits of control: An international comparison*, "The Journal of Finance", 59(2).
- Faccio M., Lang L., Young L. (2010), *Pyramiding vs leverage in corporate groups: International evidence*, "Journal of International Business Studies", 41(1).
- Gao L., Kling G. (2008), *Corporate governance and tunneling: Empirical evidence from China*, "Pacific-Basin Finance Journal", 16(5).
- Gugler K., Ivanova N., Zechner J. (2014), *Ownership and control in Central and Eastern Europe*, "Journal of Corporate Finance", 26.
- Kidyba A. (2001), *Kodeks spółek handlowych. Objasnienia*, Zakamycze, Kraków.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2002), *Investor protection and corporate valuation*, "The Journal of Finance", 57(3).
- Monks R.A., Minow N. (2008), *Corporate Governance*, Johnson Wiley & Sons Ltd.
- Okolski J. (2008), *Prawo handlowe*, C.H. Beck, Warszawa.
- Postuła I. (2013), *Nadzór korporacyjny Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Rocznik Statystyczny* (2015), GUS, Warszawa.

MORE CONTROL THAN OWNERSHIP: STATE AS A SPECIFIC INVESTOR ON WARSAW STOCK EXCHANGE

ABSTRACT

The aim of the study is to identify and analyze the relations between ownership and control of the state as a dominant shareholder in public companies.

The empirical research presented in this paper covers six biggest and most important public companies (listed at Warsaw Stock Exchange) in which the state is a minority but dominant shareholder. We analyse these companies' charters to identify provisions which give the state shareholder different privileges. The study also covers the analysis of voting records of the last few General Shareholders Meetings concerning the elections of company bodies.

It is found that the scope of the state control in the analyzed companies is significantly larger than its share in ownership. It means that the dominant shareholder – the state – uses a control leverage in these companies. We conclude that the state “captures” the basic supervisory authority – the supervisory board – with negative effect on firms' functioning and performance on the stock exchange.

Keywords: state-owned companies, corporate control, ownership structure, minority shareholder.

JEL Classification: G31, G34, 016