

# Nadzór korporacyjny i wtórna prywatyzacja w Polsce: ramy prawne i zmiany w strukturze własnościowej<sup>1</sup>

*Piotr Kozarzewski<sup>2</sup>*

Celem niniejszej pracy jest prezentacja i analiza danych dotyczących dwóch zagadnień:

- ramy prawne prywatyzacji i nadzoru korporacyjnego w Polsce;
- wtórna prywatyzacja w polskich sprywatyzowanych przedsiębiorstwach, czyli zmiany struktury własnościowej, które mają miejsce po prywatyzacji.

Rola przyjętych rozwiązań prawnych w procesach wtórnej prywatyzacji będzie również tematem niniejszego opracowania poza innymi czynnikami — ekonomicznymi, socjalnymi czy gnoseologicznymi.

## 1. Ramy prawne

Polskie prawo zostało oparte na modelu rzymskim, gdzie wszystkie regulacje są skodyfikowane. W przypadkach niejasnych bądź sprzecznych instytucje prawne najwyższego szczebla interpretują istniejące prawo i ustalają wytyczne dla sądów.

Polska posiada wszystkie akty prawne regulujące działalność gospodarczą osób prawnych i ich zarządzanie, a także funkcjonowanie rynków kapitału, finansowych i innych. Prawo reguluje tworzenie nowych firm, a także zachowania podmiotów stosunków gospodarczych.

W interesującym nas zakresie akty prawne regulują następujące obszary:

- deetatyzację i procesy prywatyzacji;
- strukturę wewnętrzną i funkcjonowanie firm;
- zewnętrzne warunki dla firm, a także rynki i instytucje, z którymi firmy współdziałają.

Często akty prawne dotyczą więcej niż jednego obszaru regulacji. Z drugiej jednak strony, konkretne aspekty działalności firmy są niejednokrotnie regulowane przez wiele aktów prawnych.

### 1.1. Prywatyzacja

Główny akt prawny dotyczący prywatyzacji to ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dn. 30 sierpnia 1996, która weszła w życie dopiero w kwietniu 1997 r. Przed tą datą obowiązywała ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw

---

<sup>1</sup> Opracowanie przygotowano w ramach projektu badawczego „Partnerstwo dla corporate governance i wtórnej prywatyzacji w okresie transformacji” ze środków finansowych Agencji Stanów Zjednoczonych ds. Rozwoju Międzynarodowego (USAID), kontrakt SEGIR EP nr. PCE-I-00-00-00014-00, ref. Russia Task Order No. 803 Improvement of Economic Policy Through Think Tank Partnership Project. Zawarte w opracowaniu opinie, konkluzje i wnioski wyrażają osobiste poglądy autora i niekoniecznie odzwierciedlają stanowisko Agencji Stanów Zjednoczonych ds. Rozwoju Międzynarodowego. Tłumaczenie z języka angielskiego: Justyna Gieżyńska.

<sup>2</sup> CASE — Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych. Autor pragnie podziękować Barbarze Błaszczuk i Richardowi Woodwardowi z CASE za ich pomocne komentarze i sugestie.

państwowych z dn. 13 lipca 1990 r. Prawo rozróżnia dwie podstawowe metody prywatyzacji: pośrednią i bezpośrednią.

Metoda pośrednia (wcześniej nazywana kapitałową) składa się z dwóch etapów. W etapie pierwszym przedsiębiorstwo państwowe zostaje skomercjalizowane, tzn. zmienia swą formę prawną zostając przekształcone w spółkę, gdzie 100 procent akcji należy do Skarbu Państwa (tzw. jednoosobowe spółki Skarbu Państwa, JSSP) i zaczyna podlegać kodeksowi spółek handlowych, który reguluje funkcjonowanie wszystkich podmiotów gospodarczych (z wyjątkiem przedsiębiorstw państwowych i niewielkiej ilości firm działających na podstawie odrębnych ustaw). W drugim etapie ma miejsce sprzedaż akcji, która może odbywać się na wiele sposobów: w ofercie publicznej, poprzez sprzedaż strategicznemu inwestorowi (albo też przez kombinację tych dwóch sposobów) lub poprzez włączenie do programu narodowych funduszy inwestycyjnych.

Ustawa o narodowych funduszach inwestycyjnych (NFI) z dn. 30 kwietnia 1993 r. wprowadziła w życie program masowej prywatyzacji, który, w przeciwieństwie do tego rodzaju programów w innych krajach postkomunistycznych, został zaprojektowany tak, aby nie tylko przekazać sporą część majątku sektora państwowego w ręce obywateli, ale także, aby wytworzyć mechanizm umożliwiający aktywną restrukturyzację firm biorących udział w programie masowej prywatyzacji. NFI otrzymały pakiety akcji 512 firm włączonych do programu, a obywatele polscy otrzymali świadectwa udziałowe, które mogli zainwestować w NFI. Warto zauważyć, że, w odróżnieniu od innych krajów, gdzie odbyła się prywatyzacja powszechna, „masowość” programu NFI odnosiła się tylko do popytu (wszyscy obywatele Polski), lecz podaż była względnie niewielka. Dzięki doświadczeniu profesjonalnych firm zarządzających zatrudnionych przez NFI program ten miał przyspieszyć prywatyzację jednocześnie restrukturyzując firmy. Ogólnie rzecz ujmując, cele te nie zostały osiągnięte.

Przez metodę bezpośrednią (nieco myląc nazywaną swego czasu likwidacją) rozumie się likwidację przedsiębiorstwa państwowego w sensie prawnym oraz prywatyzację majątku przedsiębiorstwa (całego lub podzielonego na oddzielne części) przeprowadzoną w jeden z trzech sposobów, w Polsce często zwanych „ścieżkami”:

- sprzedaż;
- wniesienie mienia przedsiębiorstwa do spółki utworzonej przez Skarb Państwa i prywatnego inwestora;
- oddanie do odpłatnego korzystania (tzw. leasing pracowniczy lub prywatyzacja pracownicza).

Ta ostatnia „ścieżka” wymaga szerszego omówienia, ponieważ była w Polsce niezwykle popularna i stanowi polski wkład w metodologię prywatyzacji w warunkach transformacji postkomunistycznej. Przed 1997 r. przedsiębiorstwo państwowe mogło wejść na taką ścieżkę tylko z inicjatywy i za zgodą insiderów. Spółka (z reguły spółka z o.o.) utworzona z udziałem pracowników dzierżawi majątek formalnie zlikwidowanego przedsiębiorstwa państwowego pozostały po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli. Spółka podpisuje umowę leasingową ze Skarbem Państwa. Warunki umowy przewidują, że po spłaceniu wszystkich rat kapitałowych i opłat dodatkowych majątek likwidowanego przedsiębiorstwa państwowego stanie się własnością spółki.

Inną metodę prywatyzacji umożliwił art. 19 ustawy z dn. 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych. Dotyczy on przedsiębiorstw państwowych znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, kiedy przedsiębiorstwo zostaje zlikwidowane a jego majątek sprzedany. Niektóre przedsiębiorstwa w sektorze rolniczym były sprywatyzowane na podstawie ustawy z dn. 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa. Istnieją również osobne akty prawne poświęcone przekształceniom własnościowym niektórych przedsiębiorstw i sektorów gospodarki.

Ostatnio przyjęto kilka aktów prawnych wiążących prywatyzację z restrukturyzacją sektora.

Wszystkie metody i ścieżki prywatyzacji są ekwiwalentne (kupujący płaci cenę rynkową lub cenę opartą na wycenie), z wyjątkiem programu NFI, w którym tytuły własności zostały rozprowadzone wśród obywateli za symboliczną opłatą.

Polskie prawo prywatyzacyjne jest bardzo zróżnicowane, by nie powiedzieć eklektyczne. Odzwierciedla brak konsensusu wśród polskich polityków na temat skali i metod przekształceń własnościowych i ogólnie co do zagadnień transformacji postkomunistycznej. Prawo prywatyzacyjne jest pewnym kompromisem pomiędzy dwoma głównymi opcjami: koncepcją liberalną opartą na rozwiązaniach przyjętych w rozwiniętych krajach kapitalistycznych i podejściem partycypacyjnym, które wywodzi się z ruchu samorządów pracowniczych skłania się ku pewnej „trzeciej drodze” rozwoju poprzez budowanie tzw. społecznej gospodarki rynkowej. Niektóre założenia prawa prywatyzacyjnego miały także przełamać domniemany opór insiderów.

Prawo prywatyzacyjne reguluje nie tylko sam proces prywatyzacji, lecz także (w niektórych przypadkach) początkową strukturę nadzoru korporacyjnego wraz z początkową dystrybucją tytułów własności i składem organów spółki. Skala i sposób wpływu regulacji prawnych zależy od zastosowanej metody prywatyzacji (zob. następny rozdział). Jednakże cechą wspólną są preferencje dla insiderów, tak przy inicjowaniu prywatyzacji jak i w dystrybucji własności. Przed wejściem w życie ustawy prywatyzacyjnej z 1996 roku wszystkie przypadki prywatyzacji były albo inicjowane przez insiderów przedsiębiorstw państwowych, albo przynajmniej musiały być przez nie zaakceptowane. W roku 1997 wymóg ten został zniesiony.

Zgodnie z ustawą z 1990 roku, w ramach prywatyzacji pośredniej (kapitałowej) pracownicy mieli prawo do nabycia 10 procent udziałów po preferencyjnej cenie (z pewnymi ograniczeniami); zgodnie z ustawą z 1996 roku insiderzy otrzymali prawo do uzyskania 15 procent udziałów za darmo. Kolejne 15 procent mogą otrzymać za darmo rolnicy i rybacy, jeśli byli dostawcami byłego przedsiębiorstwa państwowego (z pewnymi ograniczeniami obwarowanymi wielkością dostaw). Ponadto nowa ustawa zniosła wymóg, że JSSP, jako jednostka przejściowa, ma być sprywatyzowana w ciągu dwóch lat po skomercjalizowaniu. W ten sposób ustawa wprowadziła podstawę prawną do spowolnienia przekształceń własnościowych w tej grupie spółek.

Do 1997 roku leasingowa ścieżka prywatyzacji bezpośredniej preferowała struktury własnościowe maksymalnie zdominowane przez insiderów: nowa spółka miała zostać stworzona przez większość pracowników, a outsiderzy instytucjonalni nie byli dopuszczalni (chyba, że zostali zaakceptowani przez Ministerstwo Przekształceń Własnościowych). Ustawa z 1996 r. narzuca pewne ograniczenia zastosowania ścieżek prywatyzacji pośredniej i roli insiderów w przekształceniach własnościowych. W szczególności, rozmiar przedsiębiorstwa został ograniczony (mierzony poziomem zatrudnienia, wartością funduszy własnych i obrotów), outsiderzy otrzymali prawo do inicjowania prywatyzacji bez uprzedniej zgody insiderów, w ścieżce leasingowej co najmniej 20 procent udziałów nowej firmy musi znaleźć się w posiadaniu outsiderów. Dodatkowo wzrosły możliwości udziału w prywatyzacji osób prawnych.

## ***1.2. Struktury nadzoru korporacyjnego wewnątrz przedsiębiorstwa***

Głównym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego na poziomie spółki jest kodeks spółek handlowych z dn. 15 września 2000 r. (wprowadzony w życie 1 stycznia 2001). Zastąpił on kodeks handlowy z dn. 27 czerwca 1934 roku.

W Polsce został wprowadzony kontynentalny model nadzoru korporacyjnego. Przyjmuje on, że funkcje zarządzania i kontroli właścicielskiej są ściśle rozgraniczone (w

modelu anglosaskim funkcje te są w dużej mierze połączone). Przyjęcie modelu kontynentalnego jako modelu docelowego, który zapewnia ścisłą kontrolę właściciela nad zarządem jest szczególnie ważne, ponieważ w Polsce jak i w innych krajach postkomunistycznych wpływ kontroli zewnętrznej (w postaci rynków towarowego, finansowego, przejęć i innych) jest w wielu przypadkach wciąż niedostatecznie efektywny. W takich warunkach efektywne funkcjonowanie wewnętrznego nadzoru nabiera fundamentalnego znaczenia. Ponadto model kontynentalny zakłada dużą rolę strategicznego inwestora, który, szczególnie zagraniczny, jest w stanie wprowadzić do firmy nie tylko kapitał, ale i nową kulturę zarządzania, zmienić zachowanie firmy w stosunku do otoczenia, wprowadzić nową technologię; czyli wszystko to, co jest tak potrzebne w kraju postkomunistycznym.

Na poziomie spółki podstawową cechą modelu kontynentalnego jest dwupoziomowy system organów spółki z oddzielnymi radą nadzorczą i zarządem. Istnienie rad nadzorczych jest wymagane we wszystkich spółkach akcyjnych i dużych spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Członkowie rad nadzorczych są z reguły wybierani przez walne zgromadzenie akcjonariuszy (możliwe jest głosowanie w grupach). W większości przypadków rada nadzorcza wybiera członków zarządu (przy czym pozycja rady nadzorczej wobec zarządu została w nowym kodeksie wzmocniona). Formalnie rada nadzorcza dysponuje szerokim zakresem uprawnień, szczególnie jeśli chodzi o kontrolę zabezpieczającą przed oportunizmem menedżerów. Nadzoruje ona całą działalność firmy, ma prawo wglądu do wszystkich dokumentów, a także może otrzymywać informacje nie tylko od członków zarządu, ale również od każdego pracownika firmy. Uprawnienia rady nadzorczej mogą zostać przystosowane do potrzeb nadzoru korporacyjnego danej firmy. Jednakże w praktyce, jak pokazują badania, rola rady nadzorczej w systemie nadzoru korporacyjnego jest często niewysoka, podczas gdy zarząd zazwyczaj jest najbardziej wpływowym organem spółki (taka sytuacja została żartobliwie nazwana „nadwiślańskim” modelem nadzoru korporacyjnego<sup>3</sup>, w przeciwieństwie do modelu kontynentalnego i anglosaskiego).

W większości przypadków polskie prawo nie uwzględnia interesów stakeholderów<sup>4</sup> w strukturach nadzoru korporacyjnego. Na przykład nie istnieje uniwersalny wymóg, aby przedstawiciele stakeholderów (takich jak pracownicy) byli włączani do rady nadzorczej. Jednakże badania pokazują, że w wielu sprywatyzowanych przedsiębiorstwach stakeholderzy (przede wszystkim kadra kierownicza i pracownicy) zasiadają w radach nadzorczych i jest to częścią polityki personalnej głównych właścicieli.

Specyfiką polskiego systemu prawnego jest to, że reprezentacja interesów stakeholderów jest regulowana głównie przez prawo prywatyzacyjne, a nie regulacje prawne dotyczące ogólnych zasad funkcjonowania podmiotów gospodarczych. W ten sposób powstają zasadnicze różnice w systemie nadzoru korporacyjnego, zależne od tego, czy przedsiębiorstwo powstało jeszcze w sektorze państwowym, czy też reprezentuje nowy sektor prywatny. O ile wiadomo, taka sytuacja jest w Europie unikalna. Poza dużym wpływem insiderów na inicjowanie prywatyzacji i istnienie preferencji dla insiderów i niektórych dostawców przy obejmowaniu akcji, prawo prywatyzacyjne wspiera interesy stakeholderów w organach spółki. W obu przypadkach są interesy insiderów w sprywatyzowanych przedsiębiorstwach:

– w trakcie prywatyzacji pośredniej pracownicy byłego przedsiębiorstwa państwowego i niektóre kategorie dostawców mogą dostać darmowe udziały, a pracownicy mają

---

<sup>3</sup> Autorstwo należy do Krzysztofa Lisa, który był m.in. prezesem Agencji Przekształceń Własnościowych w rządzie Tadeusza Mazowieckiego.

<sup>4</sup> Przedstawiciele grup interesów nie związanych z własnością. W polskiej literaturze przedmiotu można także spotkać określenie „interesariusze”.

prawo do wyboru 40 procent członków rady nadzorczej, tak długo jak Skarb Państwa pozostaje jedynym udziałowcem;

– w przedsiębiorstwach, które zostały sprywatyzowane poprzez komercjalizację i zatrudniają więcej niż 500 osób, pracownicy wybierają jednego członka zarządu. Ten zapis jest bardzo niejasny. Na przykład, nie jest wiadomo, przez jaki czas po prywatyzacji pracownikom przysługuje takie prawo.

Obowiązujące prawo reguluje kwestie dotyczące konfliktu interesów pomiędzy członkami zarządu, rady nadzorczej i właścicielami. Dotyczą one osobistych powiązań kapitałowych z innymi firmami i odpowiedzialności w stosunku do firmy.

Nie wszystkie możliwe konflikty interesów są jednak we właściwy sposób regulowane przez prawo. Na przykład nie ma wymogów prawnych, by włączać niezależnych członków do rad nadzorczych; taki warunek znajduje się w statutach niewielu polskich firm. Jednakże Warszawska Giełda Papierów Wartościowych wprowadziła ostatnio wymóg, by wszystkie spółki publiczne posiadały, do końca 2004 roku, co najmniej 50 procent niezależnych członków rad nadzorczych (zob. poniżej).

Istnieje jeszcze jedna sfera, gdzie konflikt interesów nie jest właściwie rozwiązywany. Choć audytor musi być spoza audytowanej firmy (nie może posiadać udziałów, nie może być prawnikiem firmy), nie ma prawnego zakazu, aby tenże audytor był doradcą finansowym spółki. Ponadto, nawet jeśli audytor prowadzi w firmie księgowość, to i tak może przeprowadzić audyt (za wyjątkiem tych dokumentów finansowych, które zostały przez niego przygotowane). Brak regulacji prawnych w tym zakresie jest potencjalnie bardzo niebezpieczny, co potwierdzają ostatnie skandale w USA dotyczące księgowości dużych firm.

Kodeks spółek handlowych posiada system zabezpieczeń przeciw nadużyciom w stosunku od akcjonariuszy mniejszościowych. Akcjonariusz może odwoływać się do sądu od decyzji walnego zgromadzenia akcjonariuszy, jeśli taka decyzja jest sprzeczna ze statutem firmy, dobrą praktyką lub interesem firmy. Nawiasem mówiąc, takie prawo mają również członkowie rad nadzorczych i zarządu. Akcjonariusze mniejszościowi mają szerokie uprawnienia do głosowania grupowego.

Istnieją trzy rodzaje akcji uprzywilejowanych:

– akcje uprzywilejowane, które dają swoim posiadaczom więcej niż jeden i nie więcej niż 2 głosy na akcję (do końca 2004 r. Skarb Państwa może mieć do 5 głosów na jedną akcję);

– złota akcja;

– akcje nieme, czyli bez możliwości głosowania (od 2001 r.).

Ograniczenia w prawie głosu mogą zostać wprowadzone wobec tych akcjonariuszy, którzy posiadają więcej niż 20 procent głosów (*voting cap*). Z drugiej jednak strony najważniejsze decyzje powinny być akceptowane przez kwalifikowaną większość na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (najczęściej od 2/3 do 3/4 głosów). Istnieją zabezpieczenia przeciwko znowi akcjonariuszy. Każdy członek rady nadzorczej i akcjonariusz, który posiada co najmniej 10 procent akcji, może zwołać nadzwyczajne zgromadzenie akcjonariuszy.

Ustawa z dn. 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, która ustala regulacje prawne tylko dla spółek publicznych, umożliwia akcjonariuszom lub grupie akcjonariuszy posiadających co najmniej 5 procent głosów powołanie rewidenta do spraw szczególnych. Rewident ten bada konkretne problemy w funkcjonowaniu firmy. Ta sama ustawa obliguje inwestora strategicznego do ogłoszenia wezwania do sprzedaży, jeśli posiada on więcej niż 50 procent głosów. Wezwanie musi także zostać ogłoszone, kiedy ktoś planuje zakup więcej niż dziesięciu procent akcji. System zabezpieczeń ma zapewnić odpowiednie ceny przy sprzedaży akcji. W spółkach no-

towanych na giełdzie inwestor musi uzyskać zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na przekroczenie 25-cio, 33 i 50-cio procentowego progu posiadania głosów. Wszystkie pakiety akcji, które dają swoim właścicielom przynajmniej 5 procent głosów, muszą zostać zarejestrowane.

Jednym z najważniejszych sposobów przestrzegania praw akcjonariuszy wobec menedżerów i największych właścicieli są wymogi dotyczące przejrzystości informacyjnej. Kodeks spółek handlowych przyznaje akcjonariuszom prawo do wglądu do informacji będących w posiadaniu zarządu, jeśli taka informacja jest konieczna w ocenie zagadnień omawianych na walnym zgromadzeniu. Zgodnie z ustawą z dn. 29 września 1994 roku o rachunkowości, sprawozdania finansowe firm muszą zawierać informację o wynagrodzeniu wyższej kadry kierowniczej i członków rady nadzorczej, oraz informacje o otrzymanych pożyczkach. Musi być także ujawniona informacja o grupach kapitałowych (posiadanie przynajmniej 20 procent akcji innych spółek). Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi nakłada na firmy dodatkowe wymagania dotyczące przejrzystości informacyjnej. Spółki publiczne muszą ujawniać wszystkie informacje, które mogłyby wpłynąć na cenę akcji. Istnieją także wymogi informacyjne, dotyczące kupna i sprzedaży akcji przez dużych udziałowców.

W polskim prawie istnieją także zabezpieczenia mające na celu zapobieganie nadużyciom opisanych wyżej uprawnień. Nawet jeśli akcjonariusz wejdzie na drogę sądową przeciwko uchwale podjętej na walnym zgromadzeniu, to wykonanie takiej uchwały nie zostaje wstrzymane. Ponadto, jeśli sąd uzna, że protest był bezpodstawny, to powód musi zapłacić karę do dziesięciu razy większą od kosztów sądowych. Spółka ma prawo odmówić dostępu do swoich dokumentów, jeśli ma podstawy sądzić, że przyniosłoby to jej szkodę.

W polskiej praktyce jest wiele przykładów nadużyć popełnianych zarówno przez akcjonariuszy większościowych jak i mniejszościowych oraz oportunistów menedżerów. Są trzy powody, dla których takie sytuacje stają się możliwe:

– problemy z powstawaniem nadzoru korporacyjnego w Polsce. W wyniku prywatyzacji konsensualnej rozproszyły się rozproszone i skrajnie zdominowane przez insiderów formy struktur własnościowych, gdzie menedżerowie i niektórzy inni pracownicy uzyskali bardzo silną pozycję. Taka sytuacja utrudnia efektywną kontrolę właścicieli nad menedżerami i outsiderów nad insiderami (w sytuacji, kiedy inwestorzy zewnętrzni często nadal są w Polsce słabi). Dodatkowo umożliwia to utrzymywanie się „spuścizny po socjalizmie” w byłych przedsiębiorstwach państwowych ze względu na mocną pozycję menedżerów, którzy w wielu przypadkach przed prywatyzacją byli dyrektorami tychże przedsiębiorstw. Z drugiej strony, jeśli spółka zostaje sprzedana outsiderom, to wtedy pojawia się bardzo skoncentrowana struktura własnościowa umożliwiająca łamanie praw mniejszości. Rola Skarbu Państwa w wielu przedsiębiorstwach przechodzących prywatyzację pośrednią jest także bardzo istotna;

– nieodpowiednie prawo. Po pierwsze, prawo określające strukturę nadzoru korporacyjnego w spółkach nie jest wystarczająco instruktywne i zbyt często opisuje tylko ogólną koncepcję i zasady, nie podpowiadając konkretnych rozwiązań. Po drugie, system praw i zabezpieczeń regulujący zależności w nadzorze korporacyjnym w firmach nie jest wystarczająco skuteczny. Na przykład, interesy udziałowców mniejszościowych mogą być (i często są) nadużywane wskutek działania zabezpieczeń przeciwko znowiu. Wymogi jawności nie obejmują wszystkich przypadków przejęcia kontroli nad spółką przy pomocy filii lub spółek zależnych. Są sytuacje, w których można uniknąć obowiązkowego ogłoszenia wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. Są przypadki manipulowania terminami zwoływania walnych zgromadzeń. Menedżerowie mogą w majestacie prawa przyswajać zyski lub wyprowadzać je poza spółkę. Wymogi jawności są często postrzegane

jako bardzo skomplikowane i wśród menedżerów panuje powszechna opinia, że niektóre z nich są niewykonalne. Po trzecie, niektóre akty prawne znajdują się w sprzeczności z innymi przepisami lub się z nimi pokrywają (przede wszystkim należy wspomnieć kodeks spółek handlowych, prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz ustawę o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.);

– problemy z egzekwowaniem prawa. Ani sądy ani prokuratura nie mają wystarczających możliwości lub kwalifikacji, aby odpowiednio radzić sobie z nielegalną działalnością firm. W warszawskiej Prokuraturze Okręgowej został nawet powołany specjalny wydział zajmujący się przestępstwami na rynku kapitałowym, ale wciąż trudno mówić o pozytywnych wynikach jego działalności. Organy skarbowe nie są w stanie poradzić sobie z cenami transferowymi.

W ostatnich latach poczyniono próby wzmocnienia nadzoru korporacyjnego poprzez opracowanie i wdrożenie najlepszych praktyk z tej dziedziny. Główną ideą tego podejścia było stwierdzenie faktu, że same regulacje prawne nie są w stanie uporać się ze wszystkimi problemami nadzoru korporacyjnego, więc należy opracować zasady, które, z jednej strony, służyłyby jako instrukcja właściwego zachowania spółek, zaś z drugiej — wywierały moralną presję na firmy by te zasady stosować w praktyce. W Polsce dwa zespoły przygotowały własne wersje kodeksu dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego: Polskie Forum Corporate Governance przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową oraz Forum Corporate Governance przy Instytucie Rozwoju Biznesu. Założeniem pierwszego projektu było przede wszystkim nakreślenie koncepcji i głównych zasad dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, drugi zaś w większym stopniu przedstawiał konkretne sugestie, jakie miejsce organy nadzoru korporacyjnego powinny zająć w firmie, jakie powinny podejmować decyzje itd.

W 2002 roku Warszawska Giełda Papierów Wartościowych przyjęła „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.” bazując na drugim projekcie, ale i, jak się zdaje, korzystając z niektórych założeń pierwszego projektu. W rezultacie dokument stał się mniej szczegółowy i instruktywny i stara się przedstawić ogólne zasady właściwego zachowania spółek. Dokument zawiera kilka konkretnych zasad nieobecnych w polskim prawie o spółkach, m.in.:

- co najmniej 50 procent członków rady nadzorczej powinno być niezależnych (otrzymują oni dodatkowe prawa);
- wynagrodzenie menedżerów musi być szczegółowo ujawniane;
- decyzje walnego zgromadzenia akcjonariuszy muszą być formułowane w taki sposób, aby można było zaskarżyć je do sądu;
- audytorzy muszą się zmieniać nie rzadziej niż co 5 lat;
- rewident do spraw szczególnych musi być całkowicie niezależny;
- kiedy spółka wykupuje swoje własne udziały, wszyscy akcjonariusze muszą mieć takie same prawa, aby te akcje sprzedać.

Inne warunki wydają się być zbyt ogólne i deklaratywne i dlatego nie da się ich w praktyce wyegzekwować. Od 1 lipca 2003 roku wszystkie spółki publiczne muszą ogłaszać, czy podporządkowują się założeniom „Dobrych praktyk”, a jeśli nie, to jakich zasad nie wprowadzają i dlaczego. Istnieje jednak duże prawdopodobieństwo, że w wielu spółkach powyższe zasady nie będą respektowane, ponieważ nie ma skutecznej kary za niewprowadzanie tych zasad do statutów firm i ich codziennej działalności. W ten sposób dokument ten jest raczej rodzajem moralnego obowiązku nałożonego na firmę, niż regulacją prawną *sensu stricto*. Pierwsze miesiące obowiązywania nowych zasad pokazały, że większość firm przynajmniej werbalnie zadeklarowała swoją gotowość do stosowania zasad „gry w dobre praktyki”: tylko 18 z 205 firm ogłosiło, że nie wprowadziło tych zasad i nie zamierza wprowadzić ich w przyszłości. Jednocześnie żadna z pozostałych firm nie

zadeklarowała spełnienia wszystkich wymogów „Dobrych praktyk”. Jednym z najczęstszych odstępstw była nieobecność niezależnych członków w radach nadzorczych.

### **1.3. Zewnętrzne aspekty nadzoru korporacyjnego**

#### **1.3.1. Rynek kapitałowy**

W Polsce istnieje kilka segmentów rynku kapitałowego.

Zinstytucjonalizowany rynek jest ściśle regulowany przez Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i jest reprezentowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Według rozpowszechnionej opinii, GPW to najlepsza giełda w krajach postkomunistycznych, jeśli chodzi o organizację i przestrzeganie reguł. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi nakłada bardzo ostre wymagania co do przejrzystości informacyjnej zarówno na spółki których akcje są dopiero wprowadzane do publicznego obrotu, jak i na spółki już notowane. Spółki muszą dostarczyć informację o strukturze własnościowej, nazwiska akcjonariuszy, którzy mają prawo głosu oraz dane o uczestnikach walnego zgromadzenia, którzy mają co najmniej 5 procent głosów; wszystkie informacje, które wpływają na cenę akcji, a także kwartalne, półroczne i roczne raporty okresowe zawierające sprawozdania finansowe. Wszystkie te dane muszą zostać opublikowane, a nie zastosowanie się do tego wymogu może spowodować karę w wysokości do 1 miliona złotych lub usunięcie spółki z GPW. Zorganizowany rynek papierów wartościowych i zachowanie jego uczestników jest nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd.

Jednakże lista niedociągnięć na polskim zorganizowanym rynku papierów wartościowych jest długa.

Rynek ten jest wysoko skoncentrowany: pod koniec 2001 roku 14 procent spółek stanowiło 85 procent całej kapitalizacji GPW<sup>5</sup>. Duże przedsiębiorstwa dominują, jest bardzo mało średnich i małych firm. Główni gracze są również potężni; są to przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni. Drobnymi indywidualnymi inwestorzy są liczni, lecz bardzo słabi; ich udział na giełdzie stale się zmniejsza (z 50 procent całości obrotów akcjami w roku 2000 do 28 procent w pierwszej połowie roku 2003). Można więc powiedzieć, że interesy drobnych inwestorów są przez giełdę nie tyle naruszane, ile po prostu ignorowane.

Problem w tym, że GPW powstała głównie po to, by obsługiwać oferty publiczne w ramach prywatyzacji pośredniej. Jest nadal zdominowana przez sprywatyzowany sektor; 61 procent spółek publicznych to były przedsiębiorstwa państwowe. Największe z nich to przedsiębiorstwa, które zostały sprywatyzowane metodą prywatyzacji pośredniej w ofercie publicznej, co stanowi 77 procent całej kapitalizacji GPW. Dominacja przedsiębiorstw sprywatyzowanych powoli staje się barierą dla rozwoju GPW, ponieważ głównym zadaniem prywatyzacji pośredniej było pozyskanie inwestorów strategicznych dla przedsiębiorstw państwowych, a tacy inwestorzy nie są zainteresowani utrzymaniem tych przedsiębiorstw jako publicznych. W wielu przypadkach są oni zmuszeni do tego przez warunki umów prywatyzacyjnych; często tylko bardzo mała część udziałów jest na rynku. Zmniejszające się tempo prywatyzacji przyczynia się do spadku podaży akcji na giełdzie.

Sytuacja dalej się komplikuje, gdy na rynku pojawiają się nowi „gracze”, co wzmacnia popyt (np. fundusze emerytalne). GPW nigdy nie osiągnęła równowagi pomiędzy popytem i podażą. W czasie pierwszych lat istnienia GPW była ogromna podaż udziałów dużych sprywatyzowanych spółek. Obecnie sytuacja się odwróciła.

W rezultacie GPW reprezentuje bardzo mały rynek, który w dodatku ma tendencję do kurczenia się. Cała kapitalizacja GPW jest niewielka (15 procent PKB) i wykazuje ten-

---

<sup>5</sup> W tej części użyto oficjalnych danych GPW ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)).



dencję spadkową. Obroty GPW na rynku kasowym zmniejszają się o ponad 20 procent rocznie i pod koniec 2002 r. wynosiły 71,7 miliarda złotych. Nie ma praktycznie nowych spółek, a niektóre spółki opuszczają rynek. W wyniku tego liczba notowanych spółek zmniejsza się (z 230 pod koniec 2001 r. do 216 pod koniec 2002 r.).

W rezultacie GPW niewłaściwie wypełnia dwie podstawowe funkcje giełdy: wyceny wartości spółek i źródła kapitału dla sektora prywatnego. Co ciekawe, Skarb Państwa jest największym beneficjentem przyływu kapitału poprzez GPW.

Papiery wartościowe emitowane przez spółki, które nie spełniają ostrych wymogów GPW, nie chcą lub nie mogą być notowane (np. udziały spółek z o.o.), są kupowane i sprzedawane poprzez „nieuregulowany” segment rynku papierów wartościowych, który i tak jest regulowany przez prawo, choć nie tak rygorystycznie, jak w przypadku spółek notowanych na giełdzie. Banki i domy maklerskie próbowały usystematyzować ten segment rynku poprzez wprowadzenie tzw. Centralnej Tabeli Ofert (CTO), lecz ta inicjatywa nie uzyskała większego poparcia ze strony spółek biorących udział w rynku papierów wartościowych.

### **1.3.2. Fundusze inwestycyjne**

Zgodnie z polskim prawem (ustawa z dn. 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych i inne ustawy), istnieje 5 głównych rodzajów funduszy inwestycyjnych: fundusze ogólne otwarte i zamknięte, fundusze specjalistyczne otwarte i zamknięte oraz fundusze mieszane. Kapitał funduszy powstaje w rezultacie emisji jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne znajdują się pod ścisłą kontrolą prawa i Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Funkcjonowanie otwartych funduszy, które nabywają udziały spółek, jest pod najściślejszym nadzorem. Inwestycje w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot nie mogą wynosić więcej niż 5 procent aktywów funduszu (limit ten może być zwiększony do 10 procent, jeśli łączna wartość takich inwestycji nie stanowi więcej niż 40 procent aktywów funduszu). Fundusze nie mogą wykupić więcej niż 10 procent głosów spółki. W zasadzie polskie prawo zabrania inwestorom instytucjonalnym stać się aktywnymi inwestorami strategicznymi, co ogranicza ich rolę do pasywnej obecności na rynku papierów wartościowych.

W połowie 2002 roku w Polsce istniało około 130 funduszy inwestycyjnych, a ich aktywa netto wynosiły 14,9 miliarda złotych.

Dwie konkretne grupy funduszy inwestycyjnych są szczególnie ważne z punktu widzenia prywatyzacji i procesów postprywatyzacyjnych.

Pierwsza grupa to narodowe fundusze inwestycyjne (NFI), omówione w poprzedniej części tej pracy. Są one częścią programu prywatyzacji powszechnej (ustawa z dn. 30 kwietnia 1994 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji). NFI zrestrukturyzowały swoje portfele i sprzedały mnóstwo spółek. 36 spółek z programu NFI weszło na GPW. Niektóre NFI zmieniły charakter swojej działalności i zajmują się inwestycjami typu *venture capital* i *private equity investments*. Do końca 2001 roku NFI posiadały więcej niż 5 procent udziałów w 15 spółkach publicznych.

Drugą grupą są fundusze emerytalne, które powstały wskutek reformy emerytalnej rozpoczętej w 1999 roku. Ustawa z dn. 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych i inne akty prawne szczegółowo regulują działalność inwestycyjną tych funduszy. Mogą one inwestować tylko w „bezpieczne” papiery wartościowe, tzn. mogą nabywać udziały tylko spółek notowanych na giełdzie (co nie może stanowić więcej niż 40 procent ich całego portfela), fundusz nie może posiadać więcej niż 5 procent udziałów w jednej spółce, a udziały jednej spółki nie mogą stanowić więcej niż 5 procent portfela funduszu. Działalność funduszy emerytalnych jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

Pomimo tych ograniczeń, utworzyła się silna grupa siedemnastu funduszy, której inwestycje na GPW dochodzą do sześciu procent jej kapitału. Do funduszy emerytalnych stale wpływają obowiązkowe opłaty emerytalne, co wzmacnia ich pozycję na rynku papierów wartościowych, także na GPW. Z drugiej strony, płytki zorganizowany rynek kapitałowy nie jest w stanie zaspokoić rosnącego popytu na papiery wartościowe stworzony przez fundusze emerytalne.

### **1.3.3. Banki**

Zważywszy na fakt, że rynek papierów wartościowych w Polsce prawie nie dostarcza spółkom kapitału, kredyt bankowy pozostaje najważniejszym źródłem zewnętrznego finansowania. Jednakże, pomimo braku prawnych ograniczeń, banki z zasady ograniczają swoje zaangażowanie w spółki do pożyczania im pieniędzy i raczej nie są zainteresowane udziałem we własności (zob. następny rozdział). Tylko jeden bank próbował rzeczywiście aktywnie nabywać majątek (BRE Bank).

Banki nie są zainteresowane konwersją wierzytelności na akcje, która jest możliwe w świetle dwóch ustaw: ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (jest to oddzielna ścieżka komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych; było tylko 14 takich przypadków) i ustawy z dnia 4 marca 1993 r. o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw. Jednym z celów tej drugiej ustawy, poza głównym celem przezwyciężenia kryzysu płatności i uratowania polskiego systemu bankowego, było zachęcenie banków do wzięcia udziału w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. System bankowy udało się uratować, lecz banki okazały się, w większości przypadków, niezdolne lub nie zainteresowane aktywniejszym zaangażowaniem w zarządzanie przedsiębiorstwami.

Banki pełnią niewielką rolę w strukturach i organach nadzoru korporacyjnego. Nie pełnią roli pośrednika w egzekwowaniu praw korporacyjnych (taką rolę pełnią jedynie bankowe domy maklerskie, które zajmują się zarządzaniem aktywami, ale są one formalnie niezależne od banków). Kontrola banków nad spółkami jest często wątpliwej jakości: dobrym przykładem może być spektakularne bankructwo Stoczni Szczecińskiej.

Kolejnym powodem nikłej roli banków w kontroli korporacyjnej jest słaby rozwój rynku kredytów bankowych, szczególnie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Z zasady banki są bardzo ostrożne w udzielaniu kredytów małym i średnim przedsiębiorstwom, ponieważ uważają taką działalność za bardziej ryzykowną niż korzystanie z innych dostępnych instrumentów inwestycyjnych (np. obligacji skarbowych). Z drugiej strony, spółki, szczególnie małe, używają zysku i kredytu kupieckiego jako podstawowego źródła finansowania swej działalności, często próbując uniknąć kredytu z powodu wysokich kosztów takiego finansowania.

### **1.3.4. Firmy ubezpieczeniowe**

Na polskim rynku ubezpieczeniowym działają dziesiątki spółek. Mogą one inwestować w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu oraz jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Ich wartość nie może przekraczać 40 procent rezerwy techniczno-ubezpieczeniowej. W praktyce większość firm ubezpieczeniowych nie inwestuje w rynek papierów wartościowych. W roku 2001 udziały i inwestycyjne wynosiły średnio 12 procent portfeli towarzystw (4,6 miliarda złotych). Istnieją jednak towarzystwa, które są aktywnie zaangażowane w rynek papierów wartościowych, np. PZU i PZU Życie. PZU Życie często posługuje się funduszami inwestycyjnymi jako pośrednikami.

### **1.3.5. Bankructwo**

Istnieją dwa sposoby redystrybucji własności niewypłacalnych przedsiębiorstw. Jeden to likwidacja zgodnie z art. 19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych (wspomnianej powyżej). Jest to procedura administracyjna stosowana do przedsiębiorstw pań-

stwowych. Do końca pierwszego kwartału 2003 roku z 1802 rozpoczętych przypadków 918 zostało zakończonych (Ministerstwo Skarbu 2003).

Upadłościowe procedury sądowe regulowane są przedwojenną ustawą z dn. 24 października 1934 roku Prawo upadłościowe z późniejszymi zmianami. Każdego roku wnosi się około 3000 nowych spraw o upadłość; jednakże rola tych procedur w redystrybucji własności mogłaby być bardziej znacząca, gdyby interesy wierzycieli były właściwie zabezpieczane. Bardzo często spółki ogłaszają upadłość za późno, tzn. wtedy, gdy majątek już został wyprowadzony. W takiej sytuacji sądy nierzadko odrzucają wnioski o upadłość, ponieważ wartość pozostałego majątku jest niewystarczająca nawet na pokrycie kosztów postępowania sądowego.

## **2. Zmiany w strukturze własnościowej**

### **2.1. Wstępne warunki dla wtórnej prywatyzacji**

Heterogeny charakter polskiej prywatyzacji (wiele metod i „ścieżek”, konsensualny charakter większości przypadków prywatyzacji) spowodował wielorakość powstałych struktur własnościowych i wzorców dalszej redystrybucji własności (często nazywanej „wtórną prywatyzacją”).

Prywatyzacja pośrednia (kapitałowa) dotyczyła w większości dużych przedsiębiorstw państwowych w stosunkowo dobrym stanie ekonomicznym i finansowym, a także w sektorach, gdzie prywatyzacja nie była politycznie kontrowersyjna. W głównym nurcie prywatyzacji pośredniej preferowano inwestorów strategicznych; mniejszościowe pakiety udziałów były rozprowadzane wśród pracowników i innych drobnych udziałowców. Należy jednak pamiętać, że spora ilość przedsiębiorstw (475 pod koniec 2001 roku) nie została sprywatyzowana po komercjalizacji i Skarb Państwa pozostaje ich jedynym udziałowcem (wobec 309 spółek, gdzie prywatyzacja pośrednia została zakończona).

Program NFI obejmuje w większości spółki średniej wielkości (100-500 pracowników), gdzie główne pakiety akcji zostały podzielone wśród 15 funduszy inwestycyjnych (jeden, tzw. wiodący, otrzymał 33 procent akcji, reszta po 1,93 procent), Skarb Państwa został drugim co do wielkości udziałowcem, zatrzymując 25 procent akcji, a pracownicy otrzymali 15 procent akcji.

Prywatyzacja bezpośrednia dotyczyła przede wszystkim małych i średnich przedsiębiorstw, nawet przed wprowadzeniem maksymalnego rozmiaru przedsiębiorstw państwowych w 1997 r., które mogą być prywatyzowane tą metodą. Prywatyzacja bezpośrednia jest wewnętrznie zróżnicowana i składa się z trzech podstawowych „ścieżek”:

– sprzedaż dotyczyła przede wszystkim małych firm, które mogły być łatwo sprzedane nowemu właścicielowi. Jednocześnie modyfikacja tej „ścieżki”, zwana szybką sprzedażą, dotyczyła przedsiębiorstw znajdujących w tarapatkach finansowych, a kupujący musiał spłacić długi firmy. W obu przypadkach najczęściej przedsiębiorstwo było sprzedawane jednej osobie, z czego wynika, iż preferowano skoncentrowane wzorce własności;

– ścieżka wniesienia do spółki nie preferowała konkretnego rodzaju przedsiębiorstwa; należy jednak pamiętać, że znaczenie tej ścieżki jest niewielkie (tylko 9,7 procent wszystkich przypadków prywatyzacji bezpośredniej);

– oddanie do odpłatnego korzystania (zwane także prywatyzacją pracowniczą) natomiast *de facto* preferowało konkretny rodzaj przedsiębiorstw państwowych. Były to raczej niewielkie firmy (aby pracowników było stać na ich wykup), w raczej dobrym stanie ekonomicznym i finansowym (aby mogły wygospodarować zysk pozwalający na spłacanie rat leasingowych i nie wymagały natychmiastowych inwestycji). Wymogi prawne sprzyjały powstawaniu struktur własnościowych zdominowane przez insiderów oraz o

sprzyjały powstawaniu struktur własnościowych zdominowane przez insiderów oraz o charakterze rozproszonym.

Kolejną grupę czynników, które określają początkowe warunki wtórnej prywatyzacji, stanowi rodzaj „spadku” po przedsiębiorstwie państwowym: jego struktura organizacyjna, struktura władzy i wpływów, mentalność głównych aktorów wewnętrznych. Dalsze zmiany w strukturze własnościowej (tempo i charakter) w dużej mierze zależą od tego, czy to „dziedzictwo” zostało przewyciężone w trakcie czy po prywatyzacji.

## **2.2. Ewolucja struktury własnościowej**

W Polsce powstało wiele opracowań i badań poświęconych strukturze własnościowej sprywatyzowanych przedsiębiorstw. Należy omówić wkład przynajmniej trzech grup badawczych, które analizowały ogólnopolskie próby przedsiębiorstw:

– zespół Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) badał problemy nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych. W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych IBnGR badał także wpływ prywatyzacji na przedsiębiorstwa, w tym problematykę własności;

– Fundacja Naukowa CASE przeprowadziła kilka badań we współpracy z centrami badawczymi w Wielkiej Brytanii, w Czechach, Słowenii i w innych krajach. Dwa z nich zasługują na specjalną uwagę: projekt poświęcony wtórnej prywatyzacji w Polsce, Słowenii i Czechach (specjalną uwagę poświęcono prywatyzacji pracowniczej i programowi NFI) oraz projekt omawiający restrukturyzację nadzoru korporacyjnego w Polsce i na Węgrzech (największe sprywatyzowane przedsiębiorstwa);

– badania przeprowadzone w latach dziewięćdziesiątych przez zespół z Instytutu Studiów Politycznych PAN na temat prywatyzacji bezpośredniej, inwestycji zagranicznych i sektora JSSP.

Żaden z tych zespołów nie przeprowadził badań obejmujących cały sektor sprywatyzowanych przedsiębiorstw w Polsce. W każdym projekcie badawczym dziedzina oraz klucz, według którego dobierano firmy do badań, były inne. Z reguły badania te były robione jednorazowo i nigdy ich nie powtarzano. Opisywały one sytuację w danym momencie lub w określonym przedziale czasowym, kiedy istniała możliwość uzyskania danych za kilka lat; niektóre dane wzajemnie się pokrywają. Dlatego dane zebrane przez badaczy są fragmentaryczne i nie do końca porównywalne.

Na szczęście, wskutek początkowego zróżnicowania i konkretnych regulacji wpływających na redystrybucję własności po prywatyzacji, powstało kilka modeli struktury własnościowej i odpowiadających im wzorców nadzoru korporacyjnego. Z racji tego w analizie struktury własnościowej polskich przedsiębiorstw nie należy używać średnich wartości dla całej populacji, ponieważ grozi to zatraceniem prawdziwych różnic pomiędzy grupami spółek.

Wyniki ostatnich badań zaprezentowane są poniżej w grupach zgodnych z metodami prywatyzacji i rodzajami rozważanych spółek.

### **2.2.1. Prywatyzacja pośrednia (kapitałowa)**

#### *A. Program narodowych funduszy inwestycyjnych*

Projekt Phare ACE pt. „Wtórna prywatyzacja. Ewolucja struktury własności w sprywatyzowanych przedsiębiorstwach” (koordynator Barbara Błaszczyk, Fundacja CASE) badał ewolucję struktury własnościowej tak w piętnastu narodowych funduszach inwestycyjnych, jak i 512 przedsiębiorstwach włączonych do programu masowej prywatyzacji (Błaszczyk et al. 2001).

Po rozpoczęciu programu nastąpiła znaczna ewolucja struktury własnościowej przedsiębiorstw włączonych do programu NFI. Widoczna była silna tendencja do koncen-

tracji własności wśród mniejszej liczby właścicieli ( $C1=48,3$  w 2000) i w tym samym czasie na dużą skalę nastąpiła realokacja praw własnościowych. W okresie od 1995 do 2000 roku 245 spółek (48 procent) zostało przekazanych inwestorom strategicznym, a 52 zostało sprzedanych inwestorom zagranicznym (10 procent całej populacji). 80 spółek (15 procent) zbankrutowało lub rozpoczęło proces upadłości czy też likwidacji. 36 spółek (7 procent) jest notowanych na GPW.

Większość firm nie jest już pod kontrolą NFI i ma dominujących właścicieli. Inne firmy i inwestorzy indywidualni zaczęli pełnić funkcje dominujących udziałowców. Średnio, większość inwestorów strategicznych zdobyła absolutną kontrolę (więcej niż 50 procent) nad mieniem spółek (zob. tabelę 1).

*Tabela 1*

Ewolucja struktury własnościowej w spółkach NFI

Najwięksi akcjonariusze (więcej niż 15% akcji)	Ilość firm w 2000 roku	Średni odsetek posiadanych akcji
Inwestorzy krajowi	193	58,6
w tym:		
pracownicy	13	55,4
osoby fizyczne	48	55,0
inne firmy	116	60,6
instytucje finansowe	10	32,8
inne NFI	6	35,4
Inwestorzy zagraniczni <sup>a</sup>	52	73,7
Inni:		
Spółki notowane na GPW <sup>b</sup>	36	
Likwidacja	12	
Bankructwo	68	

<sup>a</sup> W przypadku inwestorów zagranicznych 15-procentowy próg nie był zastosowany.

<sup>b</sup> 25 z tych spółek zostało włączonych do grupy z inwestorem krajowym jako głównym udziałowcem.  
Źródło: Grosfeld i Hashi (2001).

Nie jest do końca jasne, co determinuje koncentrację własności. Czynniki charakteryzujące firmy nie zawsze wydają się istotne. Niemniej dokonano próby znalezienia korelacji pomiędzy własnością a wynikami ekonomiczno-finansowymi spółek przy założeniu, że struktura własnościowa jest endogeniczna. Uzyskane wyniki nie były jednoznaczne. Jeżeli dalsza analiza nie wykaże, że własność i wyniki funkcjonowania są zeterminowane przez nie zaobserwowane efekty stałe, to autorzy pracy zamierzają w przyszłości szukać wpływu własności na wyniki ekonomiczne.

Badano także zmiany w strukturze własnościowej narodowych funduszy inwestycyjnych. Udział Skarbu Państwa i drobnych inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych) stale spadał (odpowiednio z 25 i 85 procent na początku programu do 13 i 41 procent na początku 2001 roku). W tym samym czasie wzrastał udział instytucjonalnych i dużych inwestorów. W styczniu 2001 roku inwestorzy instytucjonalni mieli 46 procent udziałów NFI, a inwestorzy zagraniczni 26 procent. Jednocześnie zaangażowanie polskich inwestorów było skromniejsze (13,5 procent). Wszystkie zaobserwowane trendy odzwierciedlały postępującą koncentrację własności. W okresie od czerwca 1998 r. do grudnia 2000 r. wskaźnik C1 wzrósł z 5 do 24 procent, a wskaźnik C3 wzrósł z 7 do 42 procent. Obecnie wszystkie narodowe fundusze inwestycyjne osiągnęły poziom koncentracji i strukturę własnościową zapewniającą pełną i stabilną kontrolę nad funduszami.

Jednakże wpływ NFI na spółki znajdujące się w ich portfelach został oceniony jako niezadowolający. Podczas całego okresu ekonomiczne i finansowe wyniki spółek włączonych do programu NFI pogarszały się, a w 1999 roku ta grupa polskich przedsiębiorstw

charakteryzowała się najniższą rentownością wśród innych grup spółek. Staje się jasne, że kapitał i/lub strategie innych inwestorów były bardziej efektywne, niż działania NFI.

#### *B. Największe sprywatyzowane przedsiębiorstwa*

W ramach projektu Phare ACE pt. „Nadzór właścicielski, inwestorzy relacyjni, restrukturyzacja i efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw w Polsce i na Węgrzech” (koordynator Tomasz Mickiewicz, SSEES UCL) przeprowadzono ankietowanie 84 polskich sprywatyzowanych firm przemysłowych (udział państwa wynosił mniej niż 50 procent) z listy 500 największych przedsiębiorstw (pod względem wielkości przychodów ze sprzedaży). Zebrane dane obejmują lata 1998-2000, a wszystkie przedsiębiorstwa zostały sprywatyzowane metodą pośrednią.

Struktura własnościowa tej grupy spółek jest wysoko skoncentrowana (i poziom koncentracji nadal rośnie), a udział insiderów jest bardzo ograniczony w przeciwieństwie do sprywatyzowanych małych i średnich przedsiębiorstw i szeregu „pro-insiderskich” założeń polskiego prawa prywatyzacyjnego.

Prawie we wszystkich badanych firmach wprowadzono głęboko idące zmiany w strukturach nadzoru korporacyjnego, a „dziedzictwo” państwowej przeszłości zostało przewyciężone. Procesy postkomunistycznej transformacji w dziedzinie nadzoru korporacyjnego wydają się być w tych spółkach zakończone. Przy tym zmiany w mechanizmach kontroli korporacyjnej prawdopodobnie zależą od tego, jaka kategoria akcjonariuszy kontroluje firmę.

Są cztery takie grupy:

- inwestorzy zagraniczni;
- krajowe firmy;
- krajowe osoby prywatne nie zatrudnione w spółce;
- insiderzy.

Spółki z najwyższym poziomem koncentracji własności, szczególnie te zdominowane przez inwestorów zagranicznych, mają bardziej spójne struktury nadzoru korporacyjnego. W spółkach z najniższym poziomem koncentracji własności pojęcie większości jest raczej tylko formalne i nie zapewnia prawdziwej kontroli nad spółką.

#### *Tabela 2*

Struktura własności i koncentracja własności w największych spółkach przemysłowych (procent, średnie nieważone)

	1998	1999	2000
Kategorie akcjonariuszy			
Wyzsza kadra kierownicza	3,4	2,7	4,4
Pozostali pracownicy	9,3	8,0	7,0
Byli pracownicy i menedżerowie	2,7	3,4	2,5
Inne zewnętrzne osoby prywatne	19,2	18,8	17,7
Skarb Państwa	8,8	8,3	7,9
Krajowe spółki przemysłowe	9,2	8,8	10,5
Fundusze inwestycyjne	11,7	11,7	8,1
Banki	2,9	2,4	3,0
Inwestorzy / spółki zagraniczni	19,8	22,3	26,1
Inni	6,4	7,2	7,9
Koncentracja własności			
Jeden największy akcjonariusz	54,2	55,7	59,1
Pięciu największych akcjonariuszy	78,2	78,7	80,7

Źródło: Kozarzewski (2002).

Jednocześnie nie znaleziono dowodu na to, że poziom koncentracji własności jako taki bezpośrednio wpływa na wyniki spółek. Wskaźnik koncentracji wydaje się być dru-

gorzędny, podczas gdy rodzaj dominującego właściciela wykazuje dużo silniejszą korelację z wynikami firm. Jednakże nie ma wystarczającego dowodu na to, że rodzaj dominującego właściciela jest jedynym lub najważniejszym czynnikiem oddziałującym na wyniki spółki. W wielu przypadkach struktura własnościowa może mieć charakter endogeniczny, ponieważ rodzaj inwestora kupującego własność państwową zależał w dużej mierze od cech prywatyzowanego przedsiębiorstwa państwowego. Jednocześnie istnieją podstawy do tego, by sądzić, że niektóre rodzaje struktur własnościowych mogą mieć charakter egzogeniczny, przede wszystkim własność zgromadzona w rękach inwestorów zagranicznych (Kozarzewski 2002).

#### *C. Przedsiębiorstwa sprywatyzowane z udziałem inwestora zagranicznego*

W ramach projektu „Prywatyzacja w Polsce 1990-2002: sukcesy, konflikty, dysfunkcje” sfinansowanego przez KBN (koordynowanym przez Marię Jarosz, Instytut Studiów Politycznych PAN) przeprowadzono badania porównawcze trzech grup przedsiębiorstw: spółek sprzedanych inwestorom zagranicznym, JSSP i spółek sprywatyzowanych w ramach prywatyzacji pracowniczej (Jarosz 2003). W trakcie ankietowania zgromadzono dane o latach 1998–2000 i dane z samego momentu prywatyzacji, a także opinie wyższej kadry kierowniczej na temat funkcjonowania ich firm.

W spółkach sprywatyzowanych przy udziale kapitału zagranicznego najwyższy poziom koncentracji własności wydaje się już być osiągnięty. 80 procent takich firm posiada dominującego inwestora (więcej niż 50 procent akcji); reszta firm posiada co najmniej jednego inwestora strategicznego (20 procent akcji lub więcej). Struktura własnościowa ustabilizowała się: w latach 1998–2000 nie odnotowano większych zmian. Interesującą charakterystyką polityki nadzoru korporacyjnego w spółkach zdominowanych przez kapitał zagraniczny jest wprowadzanie zachęt dla insiderów, przede wszystkim menedżerów, w formie małych pakietów akcji i/lub członkostwa w radzie nadzorczej. Struktury nadzoru korporacyjnego w większości tych spółek są przejrzyste, a podział władzy pomiędzy zarząd, radę nadzorczą i walne zgromadzenie akcjonariuszy (wraz z szerokim udziałem insiderów, a szczególnie elit byłych przedsiębiorstw państwowych) jest klarowny. Przy tym inwestor zagraniczny sprawuje nad spółką ścisłą i efektywną kontrolę.

#### *D. Jednoosobowe spółki Skarbu Państwa*

JSSP, badane w ramach tego samego projektu, okazały się najbardziej dysfunkcyjnymi spośród wszystkich spółek włączonych w proces prywatyzacji. Brak postępu w prywatyzowaniu tych firm prowadzi do zahamowania rozwoju skutecznych struktur i relacji w nadzorze korporacyjnym. Obecne struktury charakteryzują się dużymi wpływami menedżerów i związków zawodowych oraz słabym oddziaływaniem Skarbu Państwa jako jedynego właściciela firmy. Poza tym w wielu JSSP sfery wpływów nie ustabilizowały się, co stanowi pożywkę dla niekończących się konfliktów. Nic nie można powiedzieć na temat ewolucji struktury własności badanych JSSP, ponieważ przez cały okres pozostała ona niezmienną.

#### *E. Spółki publiczne*

Studium 210 publicznych spółek sektora niefinansowego (190 notowanych na GPW i 20 na wolnym rynku) zostało przeprowadzone przez Gdański Instytut Gospodarki Rynkowej w ramach projektu „Własność i kontrola polskich korporacji” (projekt został sfinansowany przez KBN i CIPE, a koordynowany przez Piotra Tamowicza) (Tamowicz i Dzierżanowski 2001a). Dane odzwierciedlają sytuację spółek w listopadzie 2000 r. Struktura własnościowa mierzona była głosami na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Zostały zanalizowane tak wskaźniki koncentracji, jak i ogólna struktura własnościowa. Koncentracja własności badanych spółek okazała się wysoka i podobna do koncentracji w wielu innych krajach kontynentalnej Europy. Inne firmy i osoby fizyczne stanowiły największą grupę udziałowców (posiadały odpowiednio 39,4 procent i 30,8 procent wszystkich pakie-

tów akcji). Inwestorzy zagraniczni posiadali największe udziały we własności spółek, zaś Skarb Państwa i spółki należące do państwa stanowiły drugą co do wielkości grupę właścicieli (tabela 3).

*Tabela 3*

Udział akcjonariuszy poszczególnych typów w kapitalizacji (wg udziałów we własności)

Kategoria właścicieli	Spółki nie-finansowe	TP SA (telekomunikacja)	Banki	Towarzystwa ubezpieczeniowe	NFI	RAZEM
Zagraniczni inwestorzy strategiczni	14,6	25,0	59,7	25,3		28,8
Zagraniczni inwestorzy finansowi	5,3		4,1		29,4	3,8
Zagraniczni inwestorzy ogółem	19,9	25,0	63,8	25,3	29,4	32,6
Banki krajowe	1,2	–	–	1,5	12,1	0,7
Krajowe towarzystwa ubezpieczeniowe	0,1	–	0,0	–	5,4	0,1
Krajowe fundusze inwestycyjne	0,1	–	1,4	–	0,9	0,4
NFI	0,5	–	–	–	–	0,2
Fundusze emerytalne	0,1	–	–	0,2	0,3	0,1
Spółki publiczne	1,8	–	0,2	3,6	–	0,9
Spółki zależne	0,4	–	0,9	–	–	0,4
Inne krajowe spółki, spółdzielnie	4,1	–	–	1,8	0,8	1,8
Osoby fizyczne	10,2	10,0	0,0	62,0	–	7,9
Skarb Państwa	11,5	35,1	3,9	–	15,5	16,4
Podmioty państwowe lub publiczne	0,1	–	2,1	–	–	0,6
Gminy i spółki komunalne	0,6	–	0,0	–	–	0,3
Krajowi ogółem	30,9	45,1	8,6	69,1	34,9	29,8
Skoncentrowana własność (5 procent akcji w spółce lub wyżej) ogółem	50,8	70,1	72,4	94,5	64,3	62,4
Krajowa rozproszona	37,9	19,9	25,9	5,5	35,7	29,4
Zagraniczna rozproszona	11,3	10,0	1,8	–	–	8,2
Rozproszona własność (akcjonariusze mający mniej niż 5 procent akcji w spółce) ogółem	49,2	29,9	27,6	5,5	35,7	37,6

Źródło: Tamowicz i Dzierżanowski (2001a).

Zbadano także wzajemne relacje własności i kontroli. Zmierzone różnicę pomiędzy ilością akcji a liczbą głosów znajdujących się w posiadaniu różnych kategorii właścicieli. W przypadku największych pakietów akcji ogólna różnica nie była duża (średnia dla kontroli to 39,5 procent a średnia dla własności to 37,2 procent). Jednakże w niektórych spółkach ta różnica była ogromna (w jednym przypadku pewna osoba miała w posiadaniu tylko 47,5 procent akcji, ale aż 81 procent głosów). Stwierdzono korzystanie z dwóch głównych metod wzmacniania kontroli ponad ilość posiadanych akcji: emisje akcji uprzywilejowanych zanim spółka weszła na giełdę (36 procent badanych spółek) oraz kontrola poprzez spółki zależne lub piramidy.

#### *F. Duże spółki prywatne*



Ta sama grupa badaczy przeprowadziła badanie 560 dużych firm prywatnych (przychody ze sprzedaży powyżej 70 mln złotych) w sektorze niefinansowym; firm nie rozdzielano na sprywatyzowane przedsiębiorstwa państwowe i nowopowstałe firmy prywatne. Użyto bazy danych Dun & Bradstreet dla 1999 roku. Badania wykazały, że poziom koncentracji własności w tej grupie firm był niezwykle wysoki. Średnio, największy akcjonariusz posiadał 68 procent (78 procent, jeśli wykluczyć Skarb Państwa i fundusze inwestycyjne jako największych właścicieli). Najwyższa koncentracja łączy się z inwestycjami zagranicznymi (średnio C1 = 97 procent).

### **2.2.2. Prywatyzacja bezpośrednia**

#### *A. Prywatyzacja pracownicza*

Zespół badawczy z Instytutu Studiów Politycznych PAN (koordynator Maria Jarosz, projekty zamawiane przez Ministerstwo Przekształceń Własnościowych, Ministerstwo Skarbu Państwa i KBN) przeprowadził szereg badań poświęconych prywatyzacji pracowniczej lub tę „ścieżkę” obejmujących (Jarosz 1996, 2000, 2003). Dane z tych badań zostały również użyte do projektu o wtórnej prywatyzacji przeprowadzonego przez CASE (patrz wyżej). Badano nie tylko strukturę własnościową i jej ewolucję, lecz także przyczyny zmian, zależności pomiędzy własnością i wynikami spółek oraz struktury władzy i kontroli.

W trakcie badań wyodrębniono cztery grupy własnościowe, które można opisać na podstawie dwóch kryteriów: stopnia rozproszenia (własność skoncentrowana a rozproszona) oraz tego, czy się znajduje w spółce czy poza nią (własność insiderów a outsiderów) Skrzyżowanie tych kryteriów daje cztery grupy:

- drobni właściciele zewnętrzni;
- strategiczni inwestorzy zewnętrzni;
- duzi właściciele wewnętrzni (z reguły członkowie zarządów lub rad nadzorczych);
- drobni właściciele wewnętrzni (głównie pracownicy na stanowiskach niekierowniczych).

Można zaobserwować dwa trendy w przekształceniach własnościowych spółek pracowniczych: trend ku koncentracji udziałów i ku ich „wypychaniu na zewnątrz” (outsideryzacji”) (zob. tabelę 4). Procesy te różniły się intensywnością w różnych grupach spółek i w ich wyniku wyłoniły się trzy wzorce struktury własnościowej:

- model menedżersko-pracowniczy (duże pakiety udziałów znajdują się w rękach menedżerów, a reszta jest rozproszona wśród pracowników szeregowych);
- własność rozproszona wśród insiderów;
- własność skoncentrowana w rękach zewnętrznego inwestora zewnętrznego

Do końca lat dziewięćdziesiątych proces wtórnej prywatyzacji w większości spółek pracowniczych został zakończony; obecnie następują tylko niewielkie zmiany.

Liczba czynników, które wpływają na kierunek i dynamikę zmian w strukturze własności, jest znaczna. Są to m.in.: przynależność do sektora, rozmiar spółki, struktura własnościowa bezpośrednio po prywatyzacji, skład osobowy organów spółki itp. Ale najważniejszym czynnikiem najprawdopodobniej pozostaje sytuacja ekonomiczna, która jeśli jest niezadowolająca, sprzyja koncentracji własności i jej zdominowaniu przez outsiderów (jest to ustępstwo ze strony insiderów, wybór mniejszego zła, które ma uratować firmę) (Kozarzewski 1999; Kozarzewski i Woodward 2001). Jednakże istnieją czynniki, które są związane z wyborem odpowiedniej ścieżki prywatyzacji i wpływają na proces pierwotnej dystrybucji i redystrybucji własności (zob. tabelę 5).

Pomimo tego, że struktura własnościowa w dużym stopniu zależała od wybranej ścieżki prywatyzacyjnej, istnieją dowody na to, że struktura własnościowa zmieniła swój charakter z egzogenicznej na endogeniczną wskutek procesu wtórnej prywatyzacji.

*Tabela 4*  
Struktura własnościowa spółek pracowniczych (procent)

Kategoria właścicieli	Bezpośrednio po prywatyzacji	1997	1998	1999
<b>Właściciele:</b>				
Inwestorzy strategiczni (krajowi i zagraniczni)	3,3	7,1	9,4	11,0
<b>Inni krajowi inwestorzy zewnętrzni:</b>				
Firmy prywatne	–	0,6	2,1	2,7
Firmy skomercjalizowane	–	0,4	0,2	0,0
Prywatne banki	–	–	–	–
Banki państwowe	–	–	–	–
Prywatni biznesmeni	2,5	2,3	2,0	4,5
Inni	2,2	6,4	8,5	12,2
Inni inwestorzy zagraniczni	–	0,2	0,7	0,6
Członkowie rad nadzorczych zatrudnieni w spółce <sup>a</sup>	11,5	12,0	8,1	6,4
Członkowie zarządu	16,0	18,8	18,9	19,3
Inni menedżerowie	13,5	11,9	14,5	11,0
Pracownicy szeregowi	51,0	40,3	36,2	32,3
<b>RAZEM</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Grupy właścicieli:</b>				
Strategiczni inwestorzy zewnętrzni	1,4	9,1	15,2	17,1
Inni inwestorzy zewnętrzni	6,2	12,3	16,3	22,0
Menedżerowie	33,7	37,6	36,7	29,4
Pracownicy szeregowi	58,7	41,0	31,8	31,5
<b>RAZEM</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>a</sup> Uwaga: Członkowie rad nadzorczych w 1999 r. to tylko ci, którzy także byli pracownikami; przed 1999 r. wszyscy członkowie rad nadzorczych.

Źródło: Kozarzewski i Woodward (2001).

*Tabela 5*  
Główne czynniki sprzyjające zmianom lub petryfikacji początkowej struktury własności w spółkach pracowniczych

Czynniki	Brak zmiany	Zmiana
<b>Mentalność i zachowanie</b>		
„Spadek” po przedsiębiorstwach państwowych	- struktura organizacyjna - struktury władzy i wpływów - stara mentalność insiderów	
Zmiany w pozycji różnych grup insiderów	- strach przed outsiderami	- czynnik własności: własność = władza - rekonfiguracja funkcji i zadań - insiderzy muszą się przystosować do nowych warunków - postrzeganie outsiderów jako źródła nowych inwestycji, technik zarządzania itp.
<b>Ramy prawne</b>		
Prawo prywatyzacyjne	- prywatyzacja pracownicza jest zdominowana przez insiderów - osoby prawne i inwestorzy zagraniczni praktycznie nie mogą uczestniczyć w prywatyzacji - niższe opłaty leasingowe (od 1997) - szybsze przekazanie leasingowanego majątku na własność (od 1997)	- outsiderzy powinni mieć co najmniej 20 procent udziałów (od 1997 r.) - szybsze przekazanie leasingowanego majątku na własność (od 1997 r.)
Kodeks spółek handlowych	- statut spółki może zawierać ograniczenia dotyczące obrotu udziałami	- nowa struktura organizacyjna - system praw własności - mechanizm podnoszenia kapitału, emisji udziałów i obrotu nimi

Źródło: Kozarzewski i Woodward (2001).

Porównując struktury nadzoru korporacyjnego w spółkach pracowniczych z przedsiębiorstwami sprywatyzowanymi metodami pośrednimi okazuje się, że te pierwsze za-

zwyczaj charakteryzują się wyższym stopniem dysfunkcjonalności. W wielu firmach widoczny jest niewłaściwy podział uprawnień i funkcji, przy czym konkretny model dysfunkcji zależy głównie od specyfiki struktury własnościowej.

#### *B. Inne ścieżki prywatyzacji bezpośredniej*

W ramach projektu „Prywatyzacja bezpośrednia. Inwestorzy. Menedżerowie. Pracownicy” (na zamówienie Ministerstwa Skarbu Państwa, koordynator Maria Jarosz) zbadano wszystkie ścieżki prywatyzacji bezpośredniej. Ogólnie rzecz ujmując, ścieżka sprzedaży prowadziła do wysokiej koncentracji własności przy dominacji outsiderzy lub menedżerów. Ścieżka wniesienia do spółki prowadziła do dominacji outsiderów, a tzw. szybka sprzedaż nie wykazała żadnych klarownych zależności własnościowych. Jednakże czynniki wpływające na wtórną prywatyzację w tych trzech grupach firm były podobne do czynników oddziałujących na przedsiębiorstwa sprywatyzowane w ramach prywatyzacji pracowniczej (przynależność sektorowa, rozmiar firmy, struktura własnościowa bezpośrednio po prywatyzacji i sytuacja ekonomiczna) (Jarosz 2000).

#### **2.2.3. Badania dystrybucji i redystrybucji majątku**

Próbowano także rozważać zmiany w strukturze własnościowej zachodzące w czasie prywatyzacji jako realokację majątku państwowego. W 2001 r. fundacja CASE wzięła udział w projekcie pt. „Restrukturyzacja i wzrost w regionach i krajach transformujących się” (koordynacja: Andrew Warner, Center for International Development, Uniwersytet Harvarda), który poświęcony był ocenie przepływu środków do nowych sektorów i branż podczas przekształceń. Przeprowadzono badania przedsiębiorstw w 13 krajach postkomunistycznych (w tym w Polsce zbadano 151 przedsiębiorstw) (Warner 2002). Badaniom poddano przedsiębiorstwa państwowe, przedsiębiorstwa sprywatyzowane oraz nowopowstałe firmy prywatne. Menedżerowie mieli określić, jaki procent środków trwałych spółki w momencie prywatyzacji (lub powstania), a także w momencie ankietowania poprzednio należał do Skarbu Państwa. Zgodnie z opinią menedżerów, podczas prywatyzacji w Polsce udział byłej własności państwowej w środkach trwałych sprywatyzowanych przedsiębiorstwach sięgał 91 procent, a w 2001 r. spadł do 61 procent z powodu nabywania nowego majątku z sektora prywatnego. Dla nowopowstałych firm prywatnych te liczby to odpowiednio 34,3 procent i 23,1 procent. Nie wydają się one jednak zbyt dokładne, ponieważ oparte są na wyobrażeniach menedżerów o wartości rynkowej własności państwowej, a przecież nie było rynku, gdzie ta wartość mogłaby być zweryfikowana<sup>6</sup>.

W ramach projektu USAID “Sustaining Growth through Reform Consolidation” (koordynowanego przez Barbarę Błaszczuk, CASE) przeprowadzono dwa studia regionalne realokacji majątku państwowego do sektora prywatnego (Dolny Śląsk i Katowice). Wyniki pokazują, że w przypadku przedsiębiorstw państwowych w dobrym stanie ekonomicznym prywatyzacja była najpopularniejszą metodą realokacji własności państwowej. W przypadku przedsiębiorstw państwowych osiągających niezadowalające wyniki najpopularniejsze były bankructwa i likwidacje. Powolne posuwanie się realokacji spowodowane jest niewłaściwą polityką państwa w dziedzinie restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych i sektorów w dalszym ciągu należących do państwa.

### **3. Wnioski**

Polskie prawo dotyczące prywatyzacji i nadzoru korporacyjnego jest bardzo obszerne i obejmuje wszystkie ważne aspekty transformacji własnościowej, a także funk-

---

<sup>6</sup> Niedostatki tak uproszczonego podejścia można łatwo zaobserwować na przykładzie Białorusi, gdzie, jak podają respondenci, bezpośrednio po prywatyzacji majątek wcześniej należący do państwa stanowił ledwie 57,3 procent środków trwałych. Wartość ta wydaje się być absurdalnie niska.

cjonowanie spółek i rynku kapitałowego. Jednocześnie, realnie działające mechanizmy nadzoru korporacyjnego są często nieefektywne. Często są nadużycia w stosunku do drobnych akcjonariuszy, choć czasem zabezpieczenia prawne mające chronić mniejszość służą do nadużywania praw mniejszości, która reprezentuje silne interesy przemysłowe. Liczne są przypadki oportunistów, wyprowadzania majątku i zysków poza spółkę. Zewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego są nierzadko słabe i nie zawsze zapewniają efektywną regulację zachowania spółki. Należy tu przede wszystkim wspomnieć słaby i płytki rynek kapitałowy.

Wydaje się, że do niewłaściwego funkcjonowania procesów wtórnej prywatyzacji i nadzoru korporacyjnego przyczyniają się następujące czynniki:

- brak spójnej koncepcji przekształceń własnościowych i rozwoju stosunków własności prywatnej. Niektóre ważne zagadnienia z dziedziny współzależności pomiędzy prywatyzacją a żądanymi modelami i mechanizmami nadzoru korporacyjnego pozostają nierozwiązane;

- wewnętrznie sprzeczna i niekonsekwentna polityka kolejnych rządów (szczególnie jeśli chodzi o rynek papierów wartościowych, zewnętrznych inwestorów instytucjonalnych, rolę insiderów), klientelizm;

- suboptymalny system prawny: równocześnie zaregulowany, niedoregulowany i niewłaściwie regulowany; brak wewnętrznej spójności, co spowalnia osiągnięcie celów transformacji. Niektóre regulacje prawne mają charakter polityczny i mają na celu zdobyć poparcie różnych aktorów. Czasem prawo jest zbyt ogólne i nie spełnia funkcji instrukcyjnych;

- problemy z egzekwowaniem prawa i innych regulacji.

Prywatyzacja w Polsce charakteryzuje się dużym zróżnicowaniem metod i ma głównie charakter konsensualny. Przedsiębiorstwa państwowe o różnych charakterystykach zostały sprywatyzowane przy pomocy szerokiej gamy metod i ścieżek, co wywarło silny wpływ na początkową strukturę własności oraz, dość często, także na procesy post-prywatyzacyjne. Dlatego analiza problemu endogeniczności lub egzogeniczności struktury własnościowej wobec wyników ekonomiczno-finansowych i innych właściwości spółek jest niezwykle trudna.

## Bibliografia

- Błaszczuk, B., red. (1999): Uwarunkowania wzrostu sektora prywatnego w Polsce, *CASE Reports*, 30, CASE.
- Błaszczuk, B.; Cylwik, A., red. (1999): Charakterystyka wybranych sektorów infrastrukturalnych i wrażliwych w gospodarce polskiej oraz możliwości ich prywatyzacji, *CASE Reports*, 27, CASE.
- Błaszczuk, B.; Górczyński, M.; Kamiński, T.; Paczowski, B. (2001): Secondary Privatisation in Poland (Part II): Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, *CASE Reports*, 48, CASE.
- Błaszczuk, B.; Hoshi, I.; Woodward, R., eds. (2003): *Secondary Privatisation in Transition Economies. The Evolution of Enterprise Ownership in the Czech Republic, Poland and Slovenia*, Palgrave Macmillan, Hampshire and New York.
- Błaszczuk, B.; Woodward, R., eds. (1999): Privatisation and Company Restructuring in Poland, *CASE Reports*, 18, CASE.
- Dane Giełdy Papierów Wartościowych: <http://www.gpw.com.pl>.
- Dane Ministerstwa Skarbu Państwa: <http://www.mst.gov.pl>.
- Dane statystyczne GUS: <http://www.stat.gov.pl>.
- Dzierżanowski, M.; Pietrzak, E. (2001): Dekada sukcesów czy straconych szans, *Gazeta Wyborcza*, 23 marca.
- Gray, C. W.; Holle, A. (1996): Bank-led Restructuring in Poland: An Empirical Look at the Bank Conciliation Process, *Policy Research Working Paper*, 1650, World Bank.
- Grosfeld, I.; Hashi, I. (2001): The Evolution of Ownership Structure in Firms Privatised through Wholesale Schemes in the Czech Republic and Poland, *CASE Reports*, 49, CASE.
- IBnGR (2001): *Przyszłość polskiego rynku kapitałowego i GPW w świetle potrzeb gospodarki i wyzwań technologicznych*, materiały Polskiego Forum Corporate Governance, Warszawa, 11 lipca.
- IBnGR (2002): *Kodeks Nadzoru Korporacyjnego*, IBnGR, Gdańsk, kwiecień.
- Jach, R. (2001): Pięć w stół, czyli wstęp do katharsis, *Parkiet*, 27 kwietnia.
- Jarosz, M., ed. (2000): *Dziesięć lat prywatyzacji bezpośredniej*, ISP PAN, Warsaw.
- Jarosz, M., ed. (2003): *Pułapki prywatyzacji*, ISP PAN, Warszawa.
- Jarosz, M., red. (1996): *Spółki pracownicze '95*, ISP PAN, Warszawa.
- Kozarzewski, P. (1999): *Elity kierownicze spółek pracowniczych: własność – zarządzanie – świadomość*, ISP PAN, Warszawa.
- Kozarzewski, P. (2002): Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies, *Working Papers*, 8, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, SSEES UCL.
- Kozarzewski, P.; Woodward, R. (2001): Secondary Privatisation in Poland (Part I): Evolution of Ownership Structure and Company Performance in Firms Privatised by Employee Buyouts, *CASE Reports*, 47, CASE.
- Michalowicz, T.; Ulanowski W. (2002): Pechowe koszule, *Gazeta Wyborcza*, 18 grudnia.
- Ministerstwo Skarbu Państwa (2003): *Privatisation Quarterly*, January-March 2003.
- Montes-Negret, F.; Papi, L. (1996): The Polish Experience in Bank and Enterprise Restructuring, *Policy Research Working Paper*, 1705, World Bank.
- OECD (1999): *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, Paris.
- OECD (2001): *Behind the Corporate Veil: Using Corporate Entities for Illicit Purposes*, OECD, Paris.
- Prusek, T. (2003): Rada wzięta, *Gazeta Wyborcza*, 25-26 stycznia.

- Samcik, M. (2002): Kto rządzi w garniturach?, *Gazeta Wyborcza*, 20 grudnia.
- Stec, A. (2003): Inwestorzy indywidualni mają coraz mniej do powiedzenia na giełdzie, *Gazeta Wyborcza*, 5 lutego.
- Stec, A. (2003): Przeprosiny na parkiecie, *Gazeta Wyborcza*, 19-20 lipca.
- Szomburg, J. (1996a): Efekty prywatyzacji przedsiębiorstw drogą leasingu, *Transformacja Gospodarki*, 68, IBnGR, Gdańsk.
- Szomburg, J. (1996b): Efekty prywatyzacji przedsiębiorstw drogą szybkiej sprzedaży, *Transformacja Gospodarki*, 67, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz, P.; Dzierżanowski, M. (2001a): Własność kontrola polskich korporacji, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz, P.; Dzierżanowski, M. (2001b): Dekalog dla giełdy: Jak wyprowadzić rynek kapitałowy z impasu?, *Rzeczpospolita*, November.
- Tamowicz, P.; Dzierżanowski, M. (2002): Biała księga nadzoru korporacyjnego, IBnGR, Gdańsk.
- Warner, A.M., ed. (2002): *The European Competitiveness and Transition Report 2001-2002: Ratings of Accession Progress, Competitiveness, and Economic Restructuring of European and Transition Economies*, Oxford University Press, New York – Oxford.

### **Akty prawne i inne dokumenty**

- Ustawa kodeks handlowy z dnia 27 czerwca 1934 r.
- Ustawa Prawo upadłościowe z dnia 24 października, 1934 r.
- Ustawa o przedsiębiorstwach państwowych z dnia 25 września 1981 r.
- Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dnia 13 lipca 1990 r.
- Ustawa o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa z dnia 19 października 1991 r.
- Ustawa o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw z dnia 4 marca 1993 r.
- Ustawa o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji z dnia 30 kwietnia 1993 r.
- Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.
- Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dnia 30 sierpnia 1996 r.
- Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 21 sierpnia 1997 r.
- Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 28 sierpnia 1997 r.
- Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 r.
- Ustawa kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r.
- Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r. uchwalone przez Giełdę Papierów Wartościowych 4 lipca 2002 r.
- Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych uchwalony 5 kwietnia 2000 r., z późn. zm.
- Regulamin Sądu Giełdowego uchwalony przez Giełdę Papierów Wartościowych 14 czerwca 2000 r.
- Statut Giełdy Papierów Wartościowych, ostatnia redakcja z dnia 11 grudnia 2002 r.