

**Piotr Urbanek**

Uniwersytet Łódzki

# **ZMIANY AKCJONARIATU A ROTACJA CZŁONKÓW ZARZĄDU NA PRZYKŁADZIE POLSKICH SPÓŁEK PUBLICZNYCH**

## **Wprowadzenie**

Wybór kadry menedżerskiej jest powszechnie uznawany za jedną z najważniejszych decyzji determinujących sposób funkcjonowania i perspektywy rozwoju korporacji. Zmiana na stanowisku prezesa lub dyrektora generalnego jest istotnym wydarzeniem w historii korporacji. Może to mieć daleko idące implikacje dla wyborów strategicznych, polityki finansowej, kultury korporacyjnej. Radykalne decyzje kadrowe, polegające na wymianie składu osób zarządzających, mają miejsce szczególnie często przy zmianie akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad spółkami, zwłaszcza wtedy, kiedy przyczyną są złe wyniki ekonomiczne. Jeżeli dochodzi do takiej sytuacji, dotychczasowe kierownictwo jest w większości przypadków zastępowane nowym, takim, które jest w stanie właściwie wykorzystać potencjał firmy

Obserwacja ruchów kadrowych na najwyższych stanowiskach kierowniczych w polskich spółkach publicznych wskazuje na to, że pozycja zajmowana przez osoby zarządzające spółkami nie jest stabilna. Badania pokazują, że do wymiany na stanowisku prezesa zarządu dochodzi co roku w prawie co czwartej spółce. Szczególnie interesująca jest obserwacja ruchów kadrowych na najwyższych stanowiskach kierowniczych, towarzysząca zjawiskom kryzysowym. Można tutaj spotkać się z dwoma poglądami. Zwolennicy pierwszego uważają, że organizacje pogrążone w kryzysie potrzebują nowych liderów, dających nadzieję na inny typ przywództwa, który powinien przełożyć się na nową, bardziej efektywną perspektywę funkcjonowania korporacji. Można spotkać się również z poglądami, że w warunkach kryzysu rady spółek raczej polegają na sprawdzonych menedżerach, postrzegając radykalne ruchy kadrowe wśród osób pełniących kluczowe stanowiska kierownicze jako zbyt ryzykowne.

Celem artykułu jest ocena wpływu zmian w akcjonariacie na rotację kadry kierowniczej na przykładzie polskich spółek publicznych. Badanie zostało przeprowadzone na próbie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w okresie 2006-2010.

## 1. Wpływ rynku kontroli korporacji na politykę kadrową prowadzoną przez rady spółek

Jednym z najważniejszych zadań, jakie stoją przed systemem nadzoru korporacyjnego, jest polityka kadrowa w stosunku do osób zarządzających spółkami. Wybór tych osób jest powszechnie uznawany za jedną z krytycznych decyzji determinujących sposób funkcjonowania i perspektywy rozwoju korporacji. Na rotację kadry menedżerskiej ma wpływ wiele czynników. Do najważniejszych zalicza się: wyniki ekonomiczne, formę kontroli nad spółką i typ dominującego inwestora, pozycję zajmowaną przez prezesa zarządu w hierarchicznej strukturze korporacji, sytuację na rynku pracy menedżerów oraz w sektorze, w którym działa spółka, skład rady spółki, wielkość spółki i wiele innych<sup>1</sup>.

Badania empiryczne poświęcone polityce kadrowej korporacji koncentrują się przede wszystkim na analizie związków występujących między wynikami ekonomicznymi a rotacją osób zarządzających spółkami<sup>2</sup>. Oceniając wyniki osiągane przez spółkę, rady nadzorcze i rady dyrektorów muszą brać pod uwagę odpowiednie punkty odniesienia. Najczęściej przyjmuje się tutaj porównanie do innych spółek działających w tym samym sektorze<sup>3</sup> lub konfrontuje się wyniki bieżące z prognozowanymi. Zastosowanie tej pierwszej metody ma na celu „odfiltrowanie egzogenicznych szoków”<sup>4</sup> i uwzględnienie wrażliwości wyniku na czynniki niebędące pod kontrolą kierownictwa firmy. Częstym przypadkiem jest występowanie sytuacji, kiedy „dobre wyniki pojawiają się pomimo braku starań

<sup>1</sup> P. Urbanek, Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 1.

<sup>2</sup> A. Kind, Y. Schläpfer, Are Forced CEO Turnovers Good or Bad News?, „WWZ Discussion Paper” 2011, No. 10, The Center of Business and Economics, University of Basel, May 2011; R. Bushman, Z. Dai, X. Wang, Risk and CEO turnover, „Journal of Financial Economics” 2010, No. 96; N. Abe, I. Iwasaki, Organizational Culture and Corporate Governance in Russia: A Study of Managerial Turnover, RRC Working Paper No. 21, April 2010.

<sup>3</sup> W tego rodzaju porównaniach dodatkowo konfrontuje się wyniki sektora z wynikami całej gospodarki, a także bierze się pod uwagę sytuację na rynku kapitałowym, por. S.N. Kaplan, B.A. Minton, How Has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs, „NBER Working Paper” No. 12465, August 2006.

<sup>4</sup> D. Jenter, F. Kanaan, CEO Turnover and Relative Performance Evaluation, „Research Paper” No. 1992, Stanford, Graduate School of Business, May 2008.

lub odwrotnie – złe wyniki mogą wystąpić pomimo podejmowania dużych wysiłków”<sup>5</sup>. Jest to kluczowy problem, który można sprowadzić do prostego pytania: w jakim stopniu efektywność organizacji jest skutkiem decyzji (ludzie), w jakim zaś jest determinowana otoczeniem (sytuacja)? Druga metoda pokazuje oczekiwania akcjonariuszy, rady spółki, rynku kapitałowego co do perspektyw rozwojowych spółki. Jeżeli rzeczywiście osiągnięte rezultaty nie są satysfakcjonujące z punktu widzenia założonych celów bieżących i strategicznych, rośnie prawdopodobieństwo zwalniania osób bezpośrednio za to odpowiedzialnych<sup>6</sup>. Wadą tej metody oceny jest możliwość manipulowania przez menedżerów wynikami projekcji finansowych<sup>7</sup>.

Radykalne decyzje kadrowe, polegające na wymianie składu osób zarządzających, mają miejsce również przy zmianie akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad spółkami. Dzieje się tak zwłaszcza wtedy, kiedy przyczyną są złe wyniki ekonomiczne<sup>8</sup>. W takiej sytuacji mamy do czynienia z dyscyplinującym skutkiem działania rynku kontroli korporacji<sup>9</sup>. Pod tym pojęciem należy rozumieć sytuację, kiedy po transakcji fuzji lub przejęcia dotychczasowe kierownictwo jest zastępowane nowym, takim, które jest w stanie właściwie wykorzystać potencjał firmy<sup>10</sup>.

Oceniając wpływ procesów fuzji i przejęcia na rotacje kadrowe, należy wskazać na charakter takich transakcji ze względu na postawy zaangażowanych w nią podmiotów. Z tego punktu widzenia wyróżniamy przyjazne nabycie oraz wrogie przejęcie. Z tym pierwszym przypadkiem mamy do czynienia, gdy przeniesienie własności i kontroli nad spółką przeprowadzone zostaje za zgodą i przy współdziałaniu zarządu, rady i akcjonariuszy spółki, która ma zostać przejęta. Przejęcia wrogie oznaczają, że transakcja odbywa się na skutek nabycia akcji

<sup>5</sup> B. Baysinger, R.E. Hoskisson, The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy, „Academy of Management Review” 1988, Vol. 13, No. 1.

<sup>6</sup> J. Dahya, J.J. McConnell, N.G. Travlos, The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, „The Journal of Finance” 2002, Vol. 42, No. 1.

<sup>7</sup> B.R. Humphreys, R.J. Paul, A.P. Weinbach, CEO Turnover: More Evidence on the Role of Performance Expectations, „Working Paper” 2011, No. 14, University of Alberta, September 2011.

<sup>8</sup> E.F. Fama, Agency Problem and the Theory of the Firm, „Journal of Political Economy” 1980, No. 2.

<sup>9</sup> K.J. Martin, J.J. McConnell, Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, „Journal of Financial Economics” 1991, Vol. 46, No. 2.

<sup>10</sup> J. Krug, R. Aguilera, Top Management Team Turnover in Merges and Acquisitions, „Advances in Merges and Acquisitions” 2005, No. 4; S. Allgood, K.A. Farrell, The Effect of CEO Tenure on the Relation Between Firm Performance and Turnover, „The Journal of Financial Research” 2000, Vol. XXIII, No. 3; M.L. Arthaud-Day, S.T. Certo, C.M. Dalton, D.R. Dalton, A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatement, „Academy of Management Journal” 2006, Vol. 40, No. 6.

wprost od jej akcjonariuszy bez wiedzy, a najczęściej wbrew woli zarządu, a czasami także określonych grup akcjonariuszy przejmowanej spółki<sup>11</sup>. Można przyjąć, iż ten drugi typ przejęć wyraża istotę mechanizmu dyscyplinującego menedżerów, jakim jest rynek kontroli korporacji. Jest to określane jako „metoda kontroli zachowań menedżerów nie maksymalizujących wartości korporacji”<sup>12</sup>. Jednym ze skutków wrogiego przejęcia kontroli nad spółką jest odwołanie dotychczasowych osób zarządzających i nadzorujących przez nowego akcjonariusza większościowego i zastąpienie ich osobami, które realizować będą jego strategię zarządzania spółką.

Badania prowadzone na próbie 253 amerykańskich spółek, które były obiektem przejęcia pokazują, iż rotacja na stanowisku dyrektora generalnego dramatycznie rośnie w okresie po sfinalizowaniu transakcji (tabela 1)<sup>13</sup>. Taka sytuacja miała miejsce w 41,9% badanych spółek. Dla porównania w ciągu pięciu lat przed transakcją do zmiany na tym stanowisku dochodziło przeciętnie w co dziesiątej spółce. Symptomatyczne jest również to, iż wyniki ekonomiczne przejmowanych spółek, w których dochodziło do zmian kadrowych, były gorsze niż przeciętne w sektorze, co wskazuje na dyscyplinujący charakter przejęcia połączony z wymianą kadry menedżerskiej. Autorzy badania porównali również wskaźniki rotacji oddzielnie dla spółek, w których przejęcie miało charakter wrogi i przyjazny. Okazuje się, iż nie miało to praktycznie żadnego wpływu na tego rodzaju decyzje kadrowe rad spółek.

Tabela 1

Zmiany na stanowisku dyrektora generalnego w spółkach, które były obiektem przejęcia

Okres (rok: 0 – przejęcie)	Wszystkie spółki	Wrogie przejęcia	Przyjazne przejęcia
Rok: - 3	9,1%	10,2%	7,9%
Rok: - 2	7,1%	5,5%	8,7%
Rok: - 1	11,1%	9,4%	12,7%
<b>Rok: + 1</b>	<b>41,9%</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,3%</b>
Rok: + 2	19,0%	21,3%	16,7%

Źródło: K.J. Martin, J.J. McConnell, Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, „Journal of Financial Economics” 1991, Vol. 46, No. 2, s. 674, 684.

<sup>11</sup> R. Sasiak, Fuzje i przejęcia spółek publicznych, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000, s. 21-29; R. Morck, A. Shleifer, R.W. Vishny, Alternative Mechanisms for Corporate Control, „American Economic Review” 1989, Vol. 70, No. 4, s. 843.

<sup>12</sup> A. Shleifer, R.W. Vishny, Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, „Strategic Management Journal” 1991, Vol. 12, s. 57.

<sup>13</sup> K.J. Martin, J.J. McConnell, op. cit., s. 772.

Jednym z czynników, który może mieć istotny wpływ na dyscyplinujące oddziaływanie rynku kontroli korporacji na menedżerów, jest aktywność tego rynku, określona przez częstotliwość i wolumen transakcji fuzji i przejęć. Najczęściej wskazywaną prawidłowością jest występowanie zależności polegającej na tym, iż osłabienie aktywności gospodarczej i recesja oznaczają podobne tendencje na rynku kontroli korporacji<sup>14</sup>. Okresy kryzysów gospodarczych skłaniają wiele korporacji do odłożenia na przyszłość planów ekspansji realizowanej taką metodą. Wynika to z wysokiego ryzyka, utrudnionego dostępu do źródeł finansowania transakcji, bieżących problemów operacyjnych, niepewności co do przyszłych perspektyw gospodarki i wielu innych czynników. Potwierdzają to rezultaty kolejnych badań prowadzonych na próbie amerykańskich spółek w dwóch okresach charakteryzujących się różną aktywnością procesów zachodzących na rynku kontroli korporacji<sup>15</sup>. W okresach wzmożonej aktywności w 33% spółek z najniższego kwartyła według rentowności nastąpiła zmiana na stanowisku dyrektora, w okresach niskiej aktywności wskaźnik ten wyniósł tylko 17%. Oznacza to, że presja wywierana na menedżerów w okresach gorszej koniunktury gospodarczej jest słabsza. Radykalne decyzje kadrowe mogą być postrzegane przez rady spółek jako zbyt ryzykowne. W tej sytuacji należy oczekiwać, iż rynkowy mechanizm nadzoru korporacyjnego, jakim jest działanie rynku kontroli korporacji, jest zastępowany przez nadzór instytucjonalny polegający na wzmożonym monitoringu prowadzonym przez radę wspólnie z aktywnymi inwestorami.

## 2. Wyniki badań na próbie polskich spółek publicznych

Badanie zostało wykonane na podstawie informacji o akcjonariacie polskich spółek publicznych z okresu 2006-2010<sup>16</sup>. Badaniem objęto pierwotną próbę spółek, których akcje były notowane na GPW w Warszawie w tym okresie i dla których udało się zebrać informacje na temat akcjonariatu. W kolejnych latach próba badawcza liczyła od 240 do 360 spółek. Analiza miała na celu identyfikację spółek, w których nastąpiła zmiana w składzie zarządu i jednocześnie doszło do zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji i głosów na Walnym Zgromadzeniu

<sup>14</sup> M. Herman, *Merges and Acquisitions in 2011: Bravery in a Post-New Normal World*, ThomsonReuter/Aspatore 2011.

<sup>15</sup> W.H. Mikkelson, M.M. Partch, *The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover*, „Financial Economics” 1997, No. 44.

<sup>16</sup> Badania wykonano w ramach projektu badawczego własnego nr N N112 226537; P. Urbanek, M. Wcisły, *Własność i kontrola w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, Łódź 2011.

Akcjonariuszy. Pod uwagę brano dane z ostatniego dnia każdego z analizowanych lat. Podstawowym źródłem informacji na temat struktury własności i kontroli w spółkach były raporty roczne oraz bieżące spółek giełdowych. Korzystano również z serwisów internetowych Bankier.pl oraz bazy danych NOTORIA.

W poszczególnych latach objętych badaniem występowały istotne różnice, jeśli chodzi o koniunkturę gospodarczą i poziom indeksów giełdowych. Rok 2006 to okres hossy na rynku kapitałowym. Rok 2008 to z kolei okres bessy. Ostatnie dwa lata analizy charakteryzują niewielkie wzrosty indeksów giełdowych, jednak nadal ich wartości pozostawały poniżej poziomów z końca 2006 roku. Badanie rotacji kadry kierowniczej spółek w tak różnych okresach może dostarczyć interesujących wyników, pokazujących, w jaki sposób ogólna sytuacja gospodarcza i związana z tym aktywność rynku kontroli korporacji wpływają na decyzje kadrowe podejmowane przez rady nadzorcze polskich spółek giełdowych.

Obserwacja ruchów kadrowych na najwyższych stanowiskach kierowniczych w polskich spółkach publicznych wskazuje na to, że pozycja zajmowana przez osoby zarządzające spółkami nie jest stabilna (tabela 2). W badanych latach do zmiany na stanowisku prezesa zarządu dochodziło przeciętnie w co piątej spółce. Zarazem można wskazać wyraźną tendencję polegającą na tym, że w okresie dobrej koniunktury gospodarczej (lata 2006, 2007) tych zmian jest zdecydowanie więcej niż w latach kryzysowych (2008-2010). Wymiana kadry kierowniczej w sytuacji kryzysowej może być postrzegana jako nadmierne ryzyko, nie gwarantujące znaczącej poprawy kondycji spółki. Bardziej wskazana jest kontynuacja dotychczasowych strategii zarządzania niż radykalne zmiany. W takiej sytuacji kluczowe może być doświadczenie kandydata wynikające ze znajomości specyfiki przedsiębiorstwa, rozumienia kultury korporacji i jej nadrzędnych wartości.

Potwierdzeniem tej obserwacji jest analiza wskaźnika fluktuacji składu zarządu (WFSZ) obliczonego za pomocą formuły:

$$\text{WFSZ} = (\text{liczba wszystkich członków zarządu w roku}) / (\text{przeciętna liczba członków zarządu})$$

Przeciętny poziom tego wskaźnika również wykazuje tendencję spadkową.

Tabela 2

Zmiany w składzie zarządu

	2006	2007	2008	2009	2010
Liczba spółek, w których doszło do zmiany prezesa zarządu	82	54	70	62	66
Odsetek spółek	25,4%	22,8%	21,2%	18,0%	18,4%
Wskaźnik fluktuacji składu zarządu – średnia	b.d.	1,30	1,23	1,23	1,19

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych spółek publicznych.

Z przedstawionych powyżej rozważań wynika, iż czynnikiem istotnie wpływającym na rotację kadry menedżerskiej są zmiany w akcjonariacie. Oceniając to zjawisko należy wziąć pod uwagę specyfikę modelu kontroli korporacji w polskich spółkach publicznych. Polski model zalicza się do systemów zamkniętych. Jego najważniejszą cechą jest wysoka koncentracja własności i kontroli<sup>17</sup>. W większości polskich spółek publicznych występuje jeden lub kilku dużych akcjonariuszy dysponujących pakietem akcji i głosów umożliwiającymi pełną kontrolę spółki. Tego typu struktury własnościowo-kontrolne oznaczają, że do znaczących zmian w akcjonariacie nie może dojść, jeżeli obecny właściciel kontrolnego pakietu akcji nie zechce się go pozbyć. Należy też wskazać, iż nawet jeżeli dochodzi do przejęcia kontroli, to najczęściej ma ono charakter przyjazny. Przejęcia wrogie na polskim rynku kapitałowym występują niezmiernie rzadko.

W okresie objętym badaniem zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji zachodziły w ponad połowie spółek (tabela 3). Najczęściej dotyczyło to posiadaczy trzeciego pakietu akcji – od 50 do 67% spółek. W przypadku drugiego pakietu sytuacja taka miała miejsce w 43% do 55% spółek. Rzadziej zmieniał się właściciel pierwszego pakietu. W 2008 roku nastąpiło to w 22% spółek, w 2007 roku w 31%. Do jednoczesnej zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji dochodziło w 12% do 21% spółek. Można zauważyć niewielki wzrost liczby transakcji w 2007 roku, znaczący ich spadek w 2008 roku i dalej w kolejnych latach obserwujemy stałą tendencję wzrostową, która odpowiada wzrostowi liczby notowanych na GWP w Warszawie spółek.

Tabela 3

Zmiany właścicieli trzech pierwszych pakietów akcji (liczba i % spółek)

Zmiana właściciela	2006	2007	2008	2009	2010
1 pakiet	65 25%	82 31%	79 22%	99 23%	110 23%
2 pakiet	136 53%	148 55%	161 45%	191 44%	202 43%
3 pakiet	172 67%	165 62%	199 55%	216 50%	242 51%
1, 2 pakiet	53 21%	71 27%	59 16%	75 17%	92 19%
1, 2, 3 pakiet	49 19%	56 21%	43 12%	56 13%	74 16%

Źródło: P. Urbanek, Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego, w: P. Urbanek, Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 424.

<sup>17</sup> P. Urbanek, Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego, w: P. Urbanek, Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.

W tabeli 4 przedstawiono liczby i odsetek spółek, w których doszło do zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji i odpowiadające im wskaźniki zmian na stanowisku prezesa zarządu. Praktycznie dla wszystkich lat objętych badaniem w spółkach, w których zmieniali się właściciele, częściej dochodziło do wymiany prezesa i jest to zależność istotna statystycznie. Zarazem siła tego związku jest większa w 2007 roku (ostatni rok dobrej koniunktury) niż w roku kryzysowym – 2009. Przykładowo w 2007 roku w spółkach, w których zmienili się właściciele trzech największych pakietów akcji, w 41,7% nastąpiła również zmiana prezesa zarządu, w 13,2% do takiej zmiany nie doszło. Zmiany w akcjonariacie w latach 2009 i 2010 nie prowadziły do tak radykalnych ruchów kadrowych.

Tabela 4

## Zmiana akcjonariatu a zmiana na stanowisku prezesa zarządu

Rok 2010		Zmiana właściciela 1 pakietu*		Zmiana właściciela 1, 2 pakietu*		Zmiana właściciela 1, 2 i 3 pakietu**	
		nie	tak	nie	tak	nie	tak
Zmiana na stanowisku prezesa zarządu	nie	198	46	206	38	217	27
		81,1%	18,9%	84,4%	15,6%	88,9%	11,1%
	tak	35	15	37	13	38	12
		70,0%	30,0%	74,0%	26,0%	76,0%	24,0%
Razem		233	61	243	51	255	39
		79,3%	20,7%	82,7%	17,3%	86,7%	13,3%
Rok 2009		Zmiana właściciela 1 pakietu		Zmiana właściciela 1, 2 pakietu		Zmiana właściciela 1, 2 i 3 pakietu**	
		nie	tak	nie	tak	nie	tak
Zmiana na stanowisku prezesa zarządu	nie	196	47	208	35	221	22
		80,7%	19,3%	85,6%	14,4%	90,9%	9,1%
	tak	35	13	38	10	39	9
		72,9%	27,1%	79,2%	20,8%	81,3%	18,8%
Razem		231	60	246	45	260	31
		79,4%	20,6%	84,5%	15,5%	89,3%	10,7%
Rok 2008		Zmiana właściciela 1 pakietu*		Zmiana właściciela 1, 2 pakietu***		Zmiana właściciela 1, 2 i 3 pakietu*	
		nie	tak	nie	tak	nie	tak
Zmiana na stanowisku prezesa zarządu	nie	165	41	176	30	186	20
		80,1%	19,9%	85,4%	14,6%	90,3%	9,7%
	tak	45	19	48	16	53	11
		70,3%	29,7%	75,0%	25,0%	82,8%	17,2%
Razem		210	60	224	46	239	31
		77,8%	22,2%	83,0%	17,0%	88,5%	11,5%
Rok 2007		Zmiana właściciela pakietu***		Zmiana właściciela 1, 2 pakietu***		Zmiana właściciela 1, 2 i 3 pakietu***	
		nie	tak	nie	tak	nie	tak
Zmiana na stanowisku prezesa zarządu	nie	114	38	114	38	132	20
		75,0%	25,0%	75,0%	25,0%	86,8%	13,2%
	tak	24	24	24	24	28	20
		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	58,3%	41,7%
Razem		138	62	138	62	160	40
		69,0%	31,0%	69,0%	31,0%	80,0%	20,0%

Zależność istotna statystycznie na poziomie: \* - 0,1; \*\* - 0,05; \*\*\* - 0,01

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych spółek publicznych.



Podobne wyniki otrzymano, analizując ruchy kadrowe w składzie zarządów (tabela 5).

Tabela 5

Zmiana akcjonariatu a rotacja składu zarządu (średni wskaźnik fluktuacji członków zarządu)

		2007***	2008*	2009*	2010*
Zmiana właściciela 1 pakietu	nie	1,24	1,22	1,20	1,16
	tak	1,43	1,34	1,30	1,26
Razem		1,30	1,25	1,22	1,18
		2007*	2008*	2009**	2010**
Zmiana właściciela 1, 2 pakietu	nie	1,27	1,22	1,20	1,16
	tak	1,40	1,40	1,33	1,26
Razem		1,30	1,25	1,22	1,18
		2007***	2008***	2009***	2010**
Zmiana właściciela 1, 2 i 3 pakietu	nie	1,25	1,21	1,20	1,16
	tak	1,50	1,41	1,40	1,29
Razem		1,30	1,23	1,22	1,18

Zależność istotna statystycznie na poziomie: \* - 0,1; \*\* - 0,05; \*\*\* - 0,01

Źródło: Ibid.

Wskaźniki fluktuacji są zdecydowanie wyższe w spółkach, które zmieniały największych właścicieli. W 2007 roku w spółkach, w których zmienił się właściciel 1, 1 i 2, 1, 2 i 3 pakietu akcji, wskaźniki fluktuacji wynosiły 1,43, 1,40, 1,50. W grupie spółek, w których nie doszło do tego rodzaju zmiany właścicieli, wskaźniki wynosiły odpowiednio 1,24, 1,27, 1,25. Zarazem skala tych zmian, podobnie jak w przypadku rotacji na stanowisku prezesa zarządu, jest większa w pierwszym roku badania niż w kolejnych. Potwierdza to sformułowaną wyżej tezę, iż w okresach gorszej koniunktury gospodarczej rady nadzorcze polskich spółek publicznych starają się ograniczać skalę ruchów kadrowych wśród osób zarządzających spółkami.

## Podsumowanie

Rynek kontroli korporacji w Polsce istotnie różni się od najlepiej znanego i szeroko opisywanego w literaturze rynku, charakterystycznego m.in. dla gospodarki amerykańskiej. Oprócz różnic wynikających z odmiennych rozwiązań instytucjonalno-prawnych cechą, która może mieć istotny wpływ na funkcjonowanie procesów fuzji i przejęć zachodzących na tych rynkach, są odmiennie struktury własnościowo-kontrolne. W spółkach amerykańskich dominuje tzw. otwarty model kontroli korporacji, charakteryzujący się rozproszonym akcjonariatem. W polskich spółkach występuje tzw. model zamknięty, cechujący się wysoce skoncentrowaną własnością i kontrolą. Konsekwencją tych różnic jest to, że na polskim rynku kapitałowym zdecydowanie rzadziej dochodzi do wrogich przejęć.

Celem artykułu była ocena wpływu zmian w akcjonariacie na rotację kadry kierowniczej na przykładzie polskich spółek publicznych. Wyniki badań pokazują, iż mimo wskazanych wyżej różnic w modelu kontroli nad korporacją można wskazać na pewne podobieństwa, jeśli chodzi o politykę kadrową prowadzoną przez rady spółek w sytuacji, kiedy dochodzi do zmiany kapitałowej kontroli nad spółką. Jednym ze skutków pojawienia się nowego akcjonariusza lub akcjonariuszy kontrolujących spółkę jest wymiana składu osób zarządzających. Zarazem, podobnie jak w spółkach amerykańskich, to dyscyplinujące działanie rynku kontroli korporacji jest osłabiane w okresie kryzysu gospodarczego. Do zmian w składach zarządu dochodzi rzadziej. Wymiana kadry kierowniczej, nawet jeżeli doszło do znaczących zmian w akcjonariacie, w takiej sytuacji może być postrzegana jako nadmierne ryzyko, nie gwarantujące znaczącej poprawy kondycji spółki.

## **THE CHANGES IN SHAREHOLDER STRUCTURE AND MANAGERIAL TURNOVER – EVIDENCE FROM POLISH PUBLIC COMPANIES**

### **Summary**

This paper examines the impact of changes in shareholder structure on managerial turnover in Polish public companies. The turnover rate for the members of management boards has significantly increased following the changes in ownership structure. The disciplining action of corporate control market on top executives is weaker during the less active period of takeover activity due to economic downturns. In such periods companies' boards do not undertake too radical personnel decisions, as it may be too risky and does not guarantee improvement in economic performance of the company.