

Dominika Fijałkowska, Michał Muszyński, Marek Pauka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OCHRONA INWESTORA NA EUROPEJSKICH ALTERNATYWNYCH SYSTEMACH OBROTU*

Streszczenie: Pomimo rosnącego znaczenia Alternatywnych Systemów Obrotu (ASO), brak jest dostępnych publikacji, które analizują kluczowe aspekty funkcjonowania tych rynków w kontekście ładu korporacyjnego. Celem artykułu było przeanalizowanie współzależności pomiędzy czynnikami opisującymi poziom ładu korporacyjnego na wybranych europejskich ASO oraz pomiędzy tymi czynnikami a wskaźnikiem ochrony inwestora.

Słowa kluczowe: alternatywne systemy obrotu, ład korporacyjny, ochrona inwestora.

DOI: 10.15611/nof.2014.1.04

1. Wstęp

Pomimo rosnącego znaczenia Alternatywnych Systemów Obrotu (ASO), przeznaczonych dla spółek z sektora MŚP, zarówno w Europie, jak i na innych kontynentach liczba dostępnych publikacji, które analizują kluczowe aspekty funkcjonowania tych rynków, jest ograniczona i zauważyć można brak badań porównawczych.

Wśród dostępnych artykułów o ASO należy wymienić publikacje o: aspektach prawnych London Alternative Investment Market i przyczynach wzrostu jego znaczenia wśród firm brytyjskich i zagranicznych [Mendoza 2008; Rousseau 2007], ładzie korporacyjnym i roli poszczególnych uczestników London Alternative Investment Market [Mallin, Ow-Yong 2008], jakości raportów finansowych na rynku NewConnect [Fijałkowska, Muszyński, Pauka 2011] oraz wymogach publikacji informacji wybranych europejskich ASO i otoczeniu prawnym rynku NewConnect [Fijałkowska, Muszyński, Pauka 2012]. Cechą charakterystyczną ASO są ograniczone obowiązki informacyjne, pogłębiające asymetrię informacji pomiędzy interesariuszami a emitentami. Szybki rozwój ASO, szczególnie w krajach o niskiej kulturze ładu korporacyjnego, może mieć negatywne skutki dla rozwoju całego rynku kapitałowego.

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS4/05926.

Głównym celem artykułu było zbadanie zależności pomiędzy wskaźnikami opisującymi poziom ładu korporacyjnego emitentów na wybranych europejskich ASO oraz pomiędzy tymi wskaźnikami a poziomem ochrony inwestora mniejszościowego. Z powodu braku badań dla europejskich ASO punktem odniesienia była analiza takich zależności dla rynków regulowanych, wskazanych w badaniach innych autorów.

Badania teoretyczne i empiryczne przeprowadzone na rynkach regulowanych (RR) pokazują, że wysoki poziom ochrony inwestora jest powiązany z koncentracją własności i zarządzania (kontroli) emitentów [La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer 1999; Claessens i in. 2000]. Istnieje również wiele modeli, które tłumaczą wprost nadużycia wobec inwestorów mniejszościowych przez inwestorów większościowych (kontrolujących) (np. [Grossman, Hart 1988; Harris, Raviv 1988; Hart 1995; Burkart, Gromb i Panunzi 1998]) oraz otoczenie prawne sprzyjające takim zachowaniom [La Porta i in. 1998; Johnson i in. 2000]. Zingales [1995], La Porta i in. [1999] stworzyli model teoretyczny, który pokazuje, dlaczego występuje duża koncentracja kontroli w państwach, gdzie występuje niski poziom ochrony inwestorów. Natomiast Shleifer and Wolfenzon [2000] stworzyli model, który, przy określonych warunkach, tłumaczy zależność, iż w krajach z lepszą ochroną akcjonariuszy spółki mają większą wartość, wypłacane są wyższe dywidendy (mniej są nadużycia w stosunku do akcjonariuszy), koncentracja własności jest niższa, a rozwój rynku wyższy. Jednakże Bennedsen and Wolfenzon [2000] dowodzą, że struktura kontroli z wieloma akcjonariuszami większościowymi może być efektywna w środowisku z niską ochroną inwestorów.

Pomimo iż struktura organów statutowych spółki i ich wpływ na zachowanie się podmiotu jest dzisiaj jednym z najbardziej dyskutowanych aspektów w finansach przedsiębiorstw, nie ma jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, jakie są przyczyny rozmiaru, struktury i niezależności organów statutowych. Istnieje jednak wiele publikacji, które analizują czynniki wpływające na omawiane wielkości (np. [Adams, Hermalin, Weisbach 2008; Coles, Naveen, Naveen 2006; Hermalin, Weisbach 2003]). Model opublikowany przez Raheja [2005] pokazuje, że firmy działające w bardzo konkurencyjnym środowisku oraz firmy z większościowym akcjonariuszem wewnętrznym nie potrzebują dużej liczby osób w organach statutowych, podczas gdy w spółkach, w których ocena projektów nie jest skomplikowana, występuje większa liczba członków niezależnych. Linck, Netter i Yang [2008] natomiast empirycznie dowiedli zależność, że jeśli spółki charakteryzują się dużym potencjałem wzrostu, dużymi wydatkami na badania i rozwój oraz wysoką zmiennością stóp zwrotu z akcji, wówczas ich organy statutowe są mniejsze i w większym stopniu zależne od akcjonariuszy (mniej niezależnych członków w tych organach). Autorzy wykazali również, że występuje istotna negatywna korelacja pomiędzy poziomem własności akcji w rękach członków organów statutowych a wielkością tych organów.

W artykule autorstwa Boone i in. [2007] empirycznie zostało udowodnione, że: wielkość organów statutowych i ich niezależność wzrasta wraz ze wzrostem wielkości spółki i jej dywersyfikacji w czasie. Wielkość organów statutowych, ale nie

ich niezależność, odzwierciedla relacje pomiędzy korzyściami z monitorowania a kosztami poniesionymi na nie, niezależność organów zaś jest negatywnie skorelowana z poziomem wpływu zarządu na działalność spółki i pozytywnie skorelowana z ograniczeniami nałożonymi na jego wpływ. Jednak większość czynników wpływających na strukturę organów statutowych pozostaje niewyjaśniona. W niniejszym artykule analizie poddano 6 europejskich ASO, które funkcjonują poza rynkiem regulowanym jako Multilateral Trading Facility zgodnie z dyrektywą MiFID.

2. Metodyka badań

Przedmiotem badań było 6 rynków alternatywnych: Alternext, First North, New-Connect, Entry Standard, AIM Italy, MAB. Przebadano notowane spółki oraz ograniczenia dla inwestorów inwestujących na tych rynkach. Łącznie przebadano 146 spółek. Próba zawierała 18,8% całkowitej liczby emitentów i ten wskaźnik jest utrzymany w przybliżeniu na każdym rynku poza MAB, na którym zostało przebadanych 100% emitentów. Struktura próby jest bardzo podobna do struktury ogólnej liczby emitentów na badanych rynkach. Strukturę próby w porównaniu ze strukturą populacji przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1. Próba badawcza

Rynek	Liczba obserwacji		Populacja (liczba emitentów)	
AIM It	2	1,4%	12	1,5%
Alternext	27	18,6%	155	19,8%
FN	28	19,3%	124	15,8%
MAB	20	13,8%	20	2,6%
NC	46	31,7%	342	43,7%
ES	22	15,2%	130	16,6%
Total:	145	100%	783	100,0%

Źródło: opracowanie własne.

W celu zbadania relacji pomiędzy poziomem ładu korporacyjnego a ochroną inwestora przeanalizowano podstawowe czynniki, które stosuje się do charakterystyki poziomu ładu korporacyjnego. Skupiono się na czynnikach związanych z osobami sprawującymi zarząd i nadzór nad przedsiębiorstwem (rada nadzorcza i zarząd lub *board of directors* – w zależności od przyjętego modelu w dalszej części artykułu organy te ogólnie będą określane jako *board of directors*) oraz właścicielami. Wyodrębniliśmy 10 wskaźników determinujących poziom ładu korporacyjnego emitentów na poszczególnych rynkach:

– *free float* liczony udziałami w kapitale podstawowym (*E.free float* NC),

- liczba inwestorów z udziałami powyżej 5% (*number of investors (above 5%)*),
- liczba inwestorów instytucjonalnych (*number of institutional investors*),
- procentowy udział inwestorów instytucjonalnych w kapitale (*E.institutional investors in NC*),
- liczba ekspertów w organach statutowych (RN+Z) (*BoD.number of experts*),
- liczba członków w organach statutowych (RN+Z) (*BOD.number of members*),
- procentowy udział w kapitale w posiadaniu członków organów statutowych (*BoD.ShareNC*).

W celu określenia stopnia ochrony inwestora zidentyfikowano 9 parametrów opisujących ograniczenie wprowadzania akcji na dany rynek, do których zaliczono: liczbę obowiązkowych raportów w ciągu roku, *free float*, kapitalizację rynkową emitentów (w mln euro), minimalny kapitał własny (w mln euro), minimalną wartość akcji w jednej emisji (w mln euro), minimalną wartość akcji w jednej transakcji (mln euro), obecność innych uczestników rynku, obecność wyspecjalizowanych inwestorów, obowiązek audytu sprawozdania finansowego przed dopuszczeniem do obrotu (w latach). Każda cecha była oceniana pod kątem siły ograniczenia wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego i nadano każdorazowo cząstkowe oceny w następujący sposób: 0 – brak ograniczenia, 1 – słabe ograniczenie, 2 – średnie ograniczenie, 3 – silne ograniczenie. Jako syntetyczny wskaźnik ochrony inwestora przyjęto sumę punktów dla każdego rynku.

Po przeprowadzeniu analizy można wskazać, że najwyższy poziom ochrony inwestora występuje na rynkach Alternext i włoskim AIM (por. tab. 2). Najniższy wskaźnik zanotowano z kolei dla rynku hiszpańskiego MAB. Alternext cechuje się wysokim poziomem wymaganego nowo pozyskanego kapitału (minimum 2,5 mln euro). Jest wymagany tzw. *listing sponsor* (odpowiednik polskiego autoryzowanego doradcy), który monitoruje spółkę przez co najmniej dwa lata. Alternext stawia wysokie wymagania przed podmiotami, które chcą pełnić funkcję *listing sponsor*. Ponadto przed wprowadzeniem akcji do obrotu spółka musi udostępnić co najmniej dwa roczne sprawozdania finansowe zaudytowane. Z kolei FirstNorth wyróżnił się minimalnym wymaganym *free float* co najmniej na poziomie 25%; pośrednik finansowy sprzedawał akcje spółki. Na wszystkich rynkach, poza polskim, raporty roczne i półroczne były obowiązkowe. Na polskim rynku dodatkowo spółki miały obowiązek publikować sprawozdania (uproszczone) kwartalne.

W tabeli 3 przedstawiono średnie wartości poszczególnych czynników związanych z ładem korporacyjnym dla każdego z rynków. Zostały one zestawione ze wskaźnikami ochrony inwestora.

W analizowanej próbie największy poziom *free float* zanotowano na rynku niemieckim i skandynawskim, odpowiednio 37,2 i 31,2%. Najniższy poziom cechował spółki z rynku polskiego (17%). Z kolei liczba inwestorów, którzy się ujawnili, przekracza trzech na rynku skandynawskim, hiszpańskim i polskim. Największy udział inwestorów instytucjonalnych był na rynku hiszpańskim (MAB). Liczba specjalistów była największa na rynku alternatywnym we Włoszech oraz w spółkach

Tabela 2. Wartości ocen cząstkowych dla wskaźników ochrony inwestora dla rynków europejskich ASO

Ograniczenia dot. wprowadzania akcji na rynek	MAB	AIM Italia	<i>Entry Standard</i>	<i>Alternext</i>	<i>First North</i>	<i>New Connect</i>
Liczba obowiązkowych raportów (w roku)	2	2	2	2	2	3
<i>Free float</i>	0	2	0	0	2	0
Minimalna wartość kapitałów własnych	0	0	1	0	0	0
Minimalna wartość emisji	0	0	0	3	0	0
Obecność pośredników finansowych	1	3	2	3	1	2
Wymogi dotyczące rodzaju inwestorów	0	1	0	0	0	0
Obowiązek audytowania sprawozdań przed upublicznieniem	1	0	0	3	0	0
Wskaźnik ochrony inwestora	4	8	5	11	5	5

Źródło: obliczenia własne na podstawie regulacji dla poszczególnych rynków.

Tabela 3. Średnie wskaźniki dotyczące ładu korporacyjnego oraz ochrony inwestora na poszczególnych europejskich rynkach alternatywnych

Rynek	E.Free Float NC	E.number of investors (above 5%)	E.number of institutional investors	E.institutional investors in NC	BoD.Number of experts	BOD.Number of members	BoD.ShareNC	Wskaźnik ochrony inwestora
AIM It	23,5%	1,5	-	0%	5,0	12,0	1%	8
<i>Alternext</i>	26,4%	2,9	2,0	43%	5,2	5,6	15%	11
<i>FirstNorth</i>	31,2%	3,7	5,2	43%	3,1	5,5	15%	5
MAB	16,3%	3,5	2,0	51%	5,5	6,3	54%	4
<i>NewConnect</i>	17,0%	3,1	1,3	32%	3,5	7,2	53%	5
<i>EntryStandard</i>	37,2%	2,2	1,3	37%	3,4	5,8	23%	5
Średnia dla całej próby	23,8%	3,2	2,2	40%	4,1	6,4	36%	

Źródło: obliczenia własne na podstawie zebranych danych.

notowanych na *Alternext*. Liczba organów zarządzających i nadzorujących była największa na rynku włoskim i w Polsce, gdzie w radzie nadzorczej był obowiązek posiadania co najmniej 5 członków. Na rynku polskim i hiszpańskim zauważono dużą koncentrację udziałów w rękach organów statutowych.

Analizowane czynniki ładu korporacyjnego cechowały się istotną wzajemną korelacją tylko w czterech przypadkach (por. tab. 4). Najsilniejsza korelacja i jednocześnie ujemna wystąpiła pomiędzy wskaźnikiem procentowym udziału inwestorów instytucjonalnych w kapitale oraz wskaźnikiem liczby członków organów statutowych (-0,93). Podobną zależność można wskazać pomiędzy liczbą członków organów statutowych a liczbą inwestorów posiadających powyżej 5% w kapitale. Z kolei liczba inwestorów instytucjonalnych oraz ich udział w kapitale są pozytywnie istotnie skorelowane z liczbą inwestorów, którzy ujawnili się po przekroczeniu progu 5% w kapitale. Nie można jednak wskazać istotnych powiązań pomiędzy wskaźnikiem ochrony inwestora a wartościami czynników wpływających na poziom ładu korporacyjnego emitentów na poszczególnych rynkach.

Tabela 4. Analiza korelacji czynników ładu korporacyjnego i wskaźnika ochrony inwestora

Rynek	E.Free Float NC	E.number of inves- tors (above 5%)	E.number of institu- tional investors	E.institutional investors in NC	BoD.Number of experts	BOD.Number of members	BoD.ShareNC	Wskaźnik ochrony inwestora
E.free float NC	1,00							
E.number of investors (above 5%)	-0,06	1,00						
E.number of institutional investors	0,36	0,82*	1,00					
E.institutional investors in NC	0,15	0,84*	0,60	1,00				
BoD.number of experts	-0,56	-0,22	-0,44	-0,04	1,00			
BOD.number of members	-0,43	-0,75*	-0,64	-0,93*	0,30	1,00		
BoD.shareNC	-0,51	0,52	-0,02	0,56	0,03	-0,38	1,00	
Wskaźnik ochrony inwestora	0,05	-0,37	-0,23	-0,30	0,44	0,20	-0,60	1,00

* istotność na poziomie $p < 0,1$.

Źródło: obliczenia własne.

3. Wnioski

Głównym celem artykułu było zbadanie zależności pomiędzy wskaźnikami opisującymi poziom ładu korporacyjnego emitentów na wybranych europejskich ASO oraz pomiędzy tymi wskaźnikami a poziomem ochrony inwestora mniejszościowego. Wykazano, że analizowane wskaźniki, z wyjątkiem czterech przypadków, nie są istotnie skorelowane. Brak również takich zależności pomiędzy wskaźnikami ładu korporacyjnego a syntetycznym wskaźnikiem ochrony inwestora. Wydaje się, że ważną zależnością są ujemne korelacje pomiędzy liczbą ujawnionych inwestorów instytucjonalnych a liczbą osób w organach statutowych. Można by tu postawić hipotezę, iż pojawienie się inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie sprzyja przyciąganiu kolejnych inwestorów, którzy się ujawniają. Ponadto znaczący inwestorzy (z pakietem akcji powyżej 5% udziału w kapitale) oraz inwestorzy instytucjonalni oczekują od organów statutowych bardziej efektywnej pracy, czemu sprzyja ograniczanie liczby osób w tych organach w małych firmach, co potwierdzają badania autorów, takich jak Raheja [2005], jak również Adams i in. [2008] oraz Holmström [1982], którzy udowodnili, iż w licznych organach statutowych może występować problem jeżdźca na gapę i konflikty grupowe. Hipotezy te będą wyjaśniane w kolejnych badaniach.

Jako istotne należałoby uznać działania podjęte przez GPW w Warszawie dla rynku *NewConnect*, wprowadzające wiele dodatkowych wymogów dla spółek wchodzących na rynek, dotyczących wartości kapitału własnego, *free float* i rozproszenia akcjonariuszy badania sprawozdań przed upublicznieniem, ale także dla pośredników (autoryzowanych doradców). Ostatecznie jedynym czynnikiem, który nie został objęty wymogami, jest rodzaj inwestorów, którzy są obecni w akcjonariacie nowych spółek. Wydaje się, że obecnie na *NewConnect* można zaliczyć do liderów europejskich ze względu na poziom ochrony inwestorów w przypadku debiutantów.

Literatura

- Adams R., Hermalin B.E., Weisbach M.S., *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey*, NBER Working Papers 14486, 2008, National Bureau of Economic Research.
- AIM Italia, AIM Italia Rules for Companies (ost. dostęp 7.06.2010), <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/aim-italia.htm>.
- Alternext Brussels, Organization Memo of ALTERNEXT MTF organized by EURONEXT BRUSSELS (ost. dostęp 21.03.2011), <http://europeanequities.nyx.com/en/regulation/nyse-alternext>.
- Alternext Paris, ALTERNEXT RULES Paris (ost. dostęp 21.03.2011), <http://europeanequities.nyx.com/en/regulation/nyse-alternext>.
- Bennedsen M., Wolfenzon D., *The balance of power in closely held corporations*, "Journal of Financial Economics" 2000, no. 58, s. 113-139.
- Boone Audra L., Casares Field L., Karpoff J.M., Raheja C.G., *The Determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis*, "Journal of Financial Economics" 2007, vol. 85(1), s. 66-101.

- Burkart M., Gromb D., Panunzi F., *Why higher takeover premia protect minority shareholders*, "Journal of Political Economy" 1998, no. 106, s. 172-204.
- Claessens S., Djankov S., Lang L., *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, "Journal of Financial Economics" 2000, no. 58, s. 81-112.
- Coles J., Naveen D., Naveen L., *Boards: does one size fit all?*, "Journal of Financial Economics" 2008, no. 87, s. 329-356.
- Coles J.L., Naveen L., Naveen D., *Managerial incentives and risk-taking*, "Journal of Financial Economics" vol. 79, Issue 2; February 2006.
- Entry Standard, General Terms and Conditions of Deutsche Boerse AG for the Regulated Unofficial Market on FWB (ost. dostęp: 23.05.2011), <http://deutsche-boerse.com>.
- Euronext Amsterdam, Alternext – Rules – MTF organized by EURONEXT AMSTERDAM, 21 March 2011; <http://europeanequities.nyx.com/en/regulation/nyse-alternext>.
- Euronext Lisbon, Alternext – Rules – MTF organized by EURONEXT LISBON (ost. dostęp 21.03.2011), <http://europeanequities.nyx.com/en/regulation/nyse-alternext>.
- Fijałkowska D., Muszyński M., Pauka M., *Analiza jakości sprawozdań okresowych spółek notowanych na NewConnect*, [w:] *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego nr 2/1/2011, *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Uniwersytet Gdański, Sopot 2011, s. 343-352.
- Fijałkowska D., Muszyński M., Pauka M., *Disclosure obligations on selected european alternative investment markets – comparison and conclusion*, "Financial Science", Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.
- First North, First North Nordic – Rulebook (ost. dostęp 4.04.2011), <http://nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/rulesandregulations/>.
- Grossman S., Hart O., *One-share-one vote and the market for corporate control*, "Journal of Financial Economics" 1988, no. 20, s. 175-202.
- Harris M., Raviv A., *Corporate governance: voting rights and majority rules*, "Journal of Financial Economics" 1988, no. 20, s. 203-236.
- Hart O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press London 1995.
- Hermalin B., Weisbach M., *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*, "Economic Policy Review" 2003, no. 9, s. 7-26.
- Holmström B., *Moral hazard in teams*, "The Bell Journal of Economics" 1982, no. 13(2), s. 324-340.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Tunneling*, "American Economic Review Papers and Proceedings" 2000, no. 90, s. 22-27.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate ownership around the world*, "Journal of Finance" 1999, no. 54, s. 471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Law and finance*, "Journal of Political Economy" 1998, no. 106, s. 1113-1155.
- Linck J.S., Netter J.M., Yang T., *The determinants of board structure*, "Journal of Financial Economics" 2008, vol. 87, Issue 2, s. 308-328.
- Mallin Ch., Ow-Yong K., *Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies: Determinants of Corporate Governance Disclosure*, Presenter of paper at the Third Singapore International Conference on Finance 2009, <http://ssrn.com/abstract=1326627>.
- Mendoza J.M., *Securities regulation in low-tier listing venues: The rise of the alternative investment market*, "Fordham Journal of Corporate and Financial Law" 2008, vol. 12, no. 2, s. 257-328.
- Mercato Alternativo del Capitale, Rules of Alternative Capital Market, 28 March 2011, <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mac/mercato-alternativo-capitale.htm>.
- NewConnect, Bieżące i okresowe raporty na NewConnect, 2010, <http://www.newconnect.pl>.
- Raheja C.R., *Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 2005, no. 40(2), s. 283-306.

- Rousseau S., *London calling? The experience of the alternative investment market and the competitiveness of Canadian Stock Exchanges*, "Banking and Finance Law Review" 2007, vol. 23, no. 1.
- Shleifer A., Wolfenzon D., *Investor protection and equity market*, "Journal of Financial Economics" 2002, no. 66, s. 3-27.
- Zingales L., *Inside ownership and the decision to go public*, "Review of Economic Studies" 1995, no. 62, s. 425-448.

CORPORATE GOVERNANCE AGAINST INVESTOR PROTECTION ON EUROPEAN ALTERNATIVE INVESTMENT MARKETS

Summary: Despite the growing significance of Alternative Investment Markets (AIMs), there are not publications which analyse the key aspects of these markets functioning in the context of corporate governance issues. The aim of this article was the analysis of relations among different corporate governance indicators and between these indicators and the level of investor's protection on selected European AIMs.

Keywords: Alternative Investment Markets, corporate governance, investor protection.