

Struktura właścicielska a efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw

Rafał Wilczyński*

Streszczenie: Poszukiwanie związku pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw stanowi od wielu lat przedmiot zainteresowania badaczy zarówno na świecie, jak i w Polsce. Wyniki prowadzonych badań w tym zakresie nie dają jednoznacznych rezultatów, wskazując na pozytywny, negatywny lub neutralny charakter takiej zależności. Celem artykułu jest przedstawienie niniejszego zagadnienia od strony teoretycznej oraz krytyczna ocena wyników dotychczas prowadzonych badań. Zdaniem autora zmiana metodologii w zakresie doboru wskaźników służących do pomiaru efektywności oraz zastosowanie zindywidualizowanego podejścia do czasowego i rzeczowego zakresu badań mogą wpłynąć pozytywnie na ich rezultaty podczas podejmowanych kolejnych prób analizy tego zagadnienia.

Słowa kluczowe: struktura właścicielska, kontrola, asymetria informacyjna, koszty agencji, efektywność, wskaźnik

Wprowadzenie

Cele funkcjonowania przedsiębiorstw są w nauce ekonomii przedmiotem wielu rozważań. Jedną z teorii jest teoria praw własności, zgodnie z którą przedsiębiorstwo działa przede wszystkim w interesie właścicieli, a sposób prowadzenia działalności przedsiębiorstwa jest odzwierciedleniem sformułowanych przez nich oczekiwań.

Struktura własności przedsiębiorstw nie jest jednolita, zależy od wielu czynników takich jak wielkość, forma organizacyjna czy też obowiązujące przepisy prawne. Poszukiwanie relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw jest od wielu lat przedmiotem badań naukowych, prowadzonych na całym świecie, w tym również i w Polsce.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie na wybranych przykładach zagadnienia wpływu struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw oraz ocena dotychczasowych wyników badań w tym zakresie.

* mgr Rafał Wilczyński, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: rpwilczyński@gmail.com.

1. Uwarunkowania teoretyczne

Jedną z kluczowych teorii rozwiniętych w ramach nurtu neoinstytucjonalnego jest teoria praw własności (szerzej: Stankiewicz 2012: 65–66). Punktem wyjścia teorii praw własności jest twierdzenie, że formy własności i prawa, które z nich wynikają, odgrywają kluczową rolę w zachowaniach podmiotów gospodarczych (Gorynia 1999a). Znaczenie roli właściciela powoduje, że struktury własnościowe mają decydujący wpływ na sposób zarządzania spółkami oraz osiągany przez nich poziom wyników finansowych.

Zgodnie z teorią praw własności spółka jest traktowana jako związek akcjonariuszy. Nie jest jednak możliwe, aby wszyscy akcjonariusze uczestniczyli w podejmowaniu każdej decyzji, stąd konieczność delegacji uprawnień na rzecz mniejszej grupy osób, menedżerów, którzy powinni działać w interesie właścicieli, realizując wyznaczone przez nich cele. Wspomniana wyżej delegacja uprawnień powoduje, że efektywna kontrola własności jest skoncentrowana w rękach menedżerów. Akcjonariusze przestają być właścicielami, a stają się *de facto* dawcami kapitału, mimo że uczestniczą w podejmowaniu niektórych decyzji i mają wpływ na wybór osób zarządzających (Demsetz 1967). Mechanizm ten powoduje, że w przypadku rozproszonego akcjonariatu i osłabienia praw własności może dojść do całkowitej utraty kontroli nad spółką na rzecz menedżerów. Z drugiej strony możliwa jest również sytuacja, kiedy menedżerowie zostają włączeni we współwłasność przedsiębiorstwa.

Drugą kluczową teorią stanowiącą podstawę badań wpływu struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw jest teoria agencji. Zgodnie z tą teorią przedsiębiorstwo jest węzłem kontraktów i jednym z wielu zawieranych kontraktów jest kontrakt pomiędzy właścicielem a menedżerem. Zgodnie z tym kontraktem właściciel (pryncypał), delegując uprawnienia, powierza menedżerowi (agentowi) obowiązki związane z zarządzaniem przedsiębiorstwem (por. Jensen, Meckling 1976).

Kształtowanie zachowania menedżerów w kierunku, by ich działania jak najmniej odbiegały od interesów właściciela, związane jest z ponoszeniem pewnych kosztów. Koszty te mogą być generowane zarówno z inicjatywy właściciela/pryncypała, jak i inicjatywy agenta. Przyczyną powstawania tych kosztów jest asymetria informacji (szerzej: Kubiak 2013: 15–20; Stradomski 2004: 31–34). Menedżer ma większą wiedzę na temat przedsiębiorstwa niż właściciel i może chcieć ją wykorzystywać dla realizacji własnych celów, niekoniecznie zbieżnych z interesami właściciela.

W przypadku, gdy agent może podejmować działania, które nie mogą być przedmiotem weryfikacji przez pryncypała, mówimy o oportunizmie agenta (ang. *moral hazard*) lub zjawisku ukrytych działań. W przypadku, gdy agent posiada prywatne informacje o realizowanych działaniach (kosztach), jego decyzjom może towarzyszyć zjawisko negatywnej selekcji (ang. *adverse selection*) lub inaczej ukrytej wiedzy (Stradomski 2010: 83–84).

Zgodnie z teorią agencji, silniejsza koncentracja właściciela wpływa na mniejszy poziom asymetrii informacji i niższe koszty agencji. W związku z powyższym zakłada się, że eliminacja kosztów agencji będzie przekładać się na lepsze wyniki osiągnięte przez spółki.

2. Wyniki prowadzonych badań

Badania dotyczące związku pomiędzy strukturą właścicielską a wynikami osiąganymi przez przedsiębiorstwa prowadzone są od wielu lat na całym świecie. Bazując zasadniczo na dwóch teoriach – teorii praw własności i teorii agencji – badacze próbują zidentyfikować zależności pomiędzy kształtem struktury akcjonariatu spółek a efektywnością funkcjonowania spółek. Zakładają bowiem, że skoro przedsiębiorstwo z założenia działa w interesie właścicieli, to ilość właścicieli i ich rodzaj oraz relacje pomiędzy nimi mają kluczowy wpływ na zarządzanie i powinny znaleźć swoje odzwierciedlenie w prezentowanych sprawozdaniach finansowych oraz w wycenie rynkowej.

Najbardziej istotną z podejmowanych kwestii jest związek pomiędzy koncentracją struktury właścicielskiej a osiąganymi wynikami. Przedstawione w tabeli 1 wyniki wybranych badań światowych wykazują, że nie zawsze ograniczenie kosztów agencji i poziomu asymetrii informacji przekłada się wprost na wzrost efektywności. Zaprezentowane wyniki wykazują, że zwiększenie stopnia koncentracji może mieć pozytywny, negatywny lub neutralny wpływ na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw. Duża część badań dodatkowo wykazuje nieliniowy charakter tego wpływu, co oznacza na przykład, że przy pewnych poziomach koncentracji jej dalszy wzrost powoduje lepszą efektywność, a po przekroczeniu pewnego progu zjawisko odwrotne – pogorszenie efektywności.

Tabela 1

Wybrane badania światowe dotyczące relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw

Autor/autorzy	Kraj i zakres czasowy badań	Zastosowane wskaźniki	Wnioski
1	2	3	4
H. Demsetz/ B. Vilalonga	USA, 1976–1980	Tobin Q	Brak statystycznych istotnych relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością
H.S. Friday/ G.S. Sirmans	USA, 1980–1994	M/B (Market to book ratio)	Negatywny efekt w przypadku <i>insider ownership</i> powyżej 5% i generalny negatywny efekt w przypadku zewnętrznych bloków akcji.
K.P. Gugler/ D.C. Muller/ B.B. Yurtoglu	USA, PLN Ameryka 1996–2000	Tobin Q	Udział menedżerów we własności powoduje wzrost wskaźnika Tobin Q, gdy jest mniejszy niż 50%. Po przekroczeniu tego progu wpływ ten jest negatywny. Ponadto <i>insider ownership</i> ma pozytywny wpływ na efektywność
K.C. Han/ D.Y. Suk	USA, 1988–1992	Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy	Dla niskiego udziału we współwłasności udział menedżerów pozytywnie wpływa na wydajność. Nadmierny udział menedżerów we współwłasności daje negatywny efekt. <i>Insider ownership</i> wpływa pozytywnie na monitoring
S. Thomsen	USA i kraje europejskie, 1992	Tobin Q	Negatywny efekt akcjonariuszy posiadających znaczące pakiety akcji na wartość firmy w krajach Europy kontynentalnej. W przypadku Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych brak podobnej relacji

1	2	3	4
E. Welch	Australia 1999–2000	Tobin Q	Pozytywne związki pomiędzy strukturami własnościowymi i wielkością wskaźnika Tobin Q
H. Demsetz/ K. Lehn	USA 1976–1980	Przychody netto/ wartość księgową kapitału akcyjnego	Brak wpływu stopnia koncentracji struktur własnościowych na efektywność
J. Grant/ T. Kirchmaier	Niemcy, Hiszpania 1993–2002	Cena akcji	Negatywny wpływ stopnia koncentracji struktur własnościowych na kwartalny wzrost cen akcji
Gadhoun/ Noiseux/ Zeghal	Kanada 1989–1991	ROI	Pozytywna relacja pomiędzy wartością wskaźnika ROI a wielkością akcji posiadanych przez głównego udziałowca
B. Barzegar/ K.N. Babu	Teheran 2001–2003	ROE ROA Tobin Q	Pozytywny wpływ własności instytucjonalnej na wyniki spółek. Negatywna zależność pomiędzy wielkością spółek a wynikami

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Groß (2007): 231–311; *Struktury własności...* (2010): 25–30; Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas (2010): 107–126.

Powszechnym przedmiotem badań jest również zbadanie związku pomiędzy sytuacją, w której menedżerowie posiadają znaczące pakiety akcji, a efektywnością funkcjonowania spółek. W tym przypadku obserwuje się również niejednoznaczność osiąganych wyników, z charakterystycznym nieliniowym charakterem takiego związku.

Niejednoznaczność osiąganych wyników powoduje, że podejmowane są kolejne próby zbadania tego zjawiska. Takie badania przeprowadzone zostały również w Polsce. W tabeli 2 zaprezentowano wyniki badań M. Aluchny z SGH w Warszawie oraz J. Bohdanowicza, J. Jeżaka i Z. Matyjasa z Uniwersytetu Łódzkiego. M. Aluchna (2007: 233–290), badając spółki giełdowe dowiodła, że relacja pomiędzy wzrostem koncentracji właścicielskiej spółek a ich efektywnością uzależniona jest od poziomu zaangażowania największego akcjonariusza. W przedziale do 25% oraz powyżej 65% wpływ ten jest pozytywny, w pozostałym przedziale – negatywny. Autorka nie doszukała się istotnych zależności pomiędzy większym udziałem menedżerów we własności a efektywnością, dostrzegła jednak taki związek w przypadku członków rady nadzorczej, będących jednocześnie akcjonariuszami spółek.

J. Bohdanowicz, J. Jeżak i Z. Matyjas (*Struktury własności...* 2010: 119–141; Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas 2010: 107–126) wskazali na istotne statystycznie zależności pomiędzy stopniem koncentracji akcjonariatu a efektywnością funkcjonowania spółek, wykazując pozytywny wpływ wzrostu udziału akcjonariusza większościowego na poziom rentowności kapitału. Dodatkowo autorzy wykazali poprawę wyników w przypadku udziału zagranicznych inwestorów. Odwrotnie niż M. Aluchna udowodnili pozytywną relację pomiędzy udziałem menedżerów w akcjonariacie a wynikami spółek. Poza tym zwrócili uwagę, że udział Skarbu Państwa w strukturze właścicielskiej wpływa korzystnie na stopę zwrotu dla akcjonariuszy.

Tabela 2

Wybrane badania, dotyczące relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw, przeprowadzone w Polsce

Autor/autorzy	Zakres czasowy badań	Zastosowane wskaźniki	Wnioski
M. Aluchna	1997–2002	ROE ROA ROS Zysk operacyjny/ przychody ze sprzedaży Zyskowność na pracownika Zmiana kursu akcji	Pozytywne efekty, gdy w spółce jest mniej niż trzech oraz więcej niż sześciu udziałowców (mierzone wskaźnikiem ROA). Występowanie efektów pozytywnych, gdy koncentracja własności u akcjonariusza dominującego nie przekracza 65% (mierzone wskaźnikiem ROS). Wartość ROS spada, gdy dominujący akcjonariusz posiada mniej niż 25% oraz więcej niż 65%. Brak istotnych zależności pomiędzy większym udziałem menedżera we własności a efektywnością przedsiębiorstwa. Pozytywny wpływ udziału członków rady nadzorczej we własności (mierzone wskaźnikiem ROE). Negatywny wpływ udziału banków na wskaźnik ROE, ale pozytywna korelacja pomiędzy udziałem banków a wskaźnikiem rentowności operacyjnej. Pozytywny wpływ udziału instytucji finansowych na wskaźnik ROE do poziomu 35%. W przypadku wskaźnika rentowności operacyjnej pozytywny wpływ w przedziale 15–25%.
L. Bohdanowicz J. Jeżak Z. Matyjas	2006–2007	ROA ROE TSR – całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy SAR – stopa wzrostu aktywów SPS – wskaźnik wzrostu przychodów ze sprzedaży	Istnieje pozytywna zależność pomiędzy większym udziałem menedżera we własności a wartością księgową aktywów (największa w przedziale 33–66%), mierzoną wskaźnikami SAR, SPS. Statystycznie istotna pozytywna relacja pomiędzy koncentracją własności a efektywnością (mierzona wskaźnikiem ROE). Pozytywna relacja pomiędzy udziałem zagranicznych inwestorów a efektywnością (mierzoną wskaźnikiem ROE). Pozytywna relacja pomiędzy udziałem Skarbu Państwa a całkowitą stopą zwrotu dla akcjonariuszy (TSR).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Aluchna (2007): 233–290; *Struktury własności...* (2010): 119–141; Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas (2010): 107–126.

3. Ocena wyników badań

Zdecydowana większość badań oparta jest o wywodzące się z teorii agencji założenie, że im silniejsza koncentracja właściciela, tym mniejsza asymetria informacji i niższe koszty agencji. W związku z powyższym zakłada się, że eliminacja kosztów agencji będzie przekładać się na lepsze wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa. Mało miejsca w dotychczasowych badaniach poświęca się negatywnym efektom, jakie mogą pojawić się w przypadku silnie skoncentrowanej struktury właścicielskiej. W takim przypadku może po stronie właściciela istnieć chęć odniesienia dodatkowych korzyści, sprzecznych z interesem samej spółki, a co za tym idzie – niedostępnych dla właścicieli mniejszościowych. Zjawisko to określane jest jako prywatne korzyści i koszty kontroli. I nawet jeśli założymy brak działań związanych z transferem aktywów i zysków poza firmę z korzyścią dla kontrolującego właściciela (tzw. tunelowanie) (Jonson i in. 2000), to może on być zainteresowany odniesieniem niefinansowych korzyści związanych z prestiżem. Do korzyści takich R. Barack i B. Lauterbach (2007) zaliczają udogodnienia w postaci luksusowo wyposażonych biur, wysokich limitów wydatków, możliwości korzystania z prywatnych samolotów, a także wykorzystywanie funduszy firmy i wpłacanie znaczących darowizn na rzecz społeczności, w której funkcjonują właściciele pakietów kontrolnych, co jednocześnie pozwala im na zdobycie prestiżu i pomaganie osobom bliskim.

Większościowy właściciel to często jednocześnie menedżer, stąd należy oczekiwać z jego strony działań charakterystycznych dla menedżerskich teorii firmy. Zgodnie z teorią W.J. Baumola menedżerowie mogą dążyć do maksymalizacji obrotów (por. Noga 2011: 192). Maksymalizacja obrotów z kolei nie oznacza maksymalizacji zysku (por. Marris 1963). Przedsiębiorstwo ponosi bowiem koszty wzrostu, czyli dodatkowe koszty, których nie musiało ponosić, kiedy było mniejsze, np. koszty marketingu, profesjonalnej obsługi prawnej i księgowej, ochrony czy też koszty odpowiedzialności społecznej, która rośnie wraz ze wzrostem firmy (por. Noga 2011: 77). Większy rozmiar przedsiębiorstwa to również większa liczba zidentyfikowanych i niezidentyfikowanych ryzyk, których materializacja przekłada się na wymierne efekty finansowe. Duże rozmiary sprzedaży przyczyniają się do zwiększenia prestiżu oraz do zwiększenia udziału w rynku, który z kolei kreuje większą siłę przetargową oraz stanowi barierę dla potencjalnych konkurentów (Gorynia 1999b). Dążenie do jak największych rozmiarów przedsiębiorstw jest często realizowane przez rozwój zewnętrzny, czyli przez fuzje i przejęcia, ograniczające konkurencję (Noga 2011: 193).

Celem dokonania krótkiej charakterystyki prywatnych korzyści i kosztów kontroli oraz wskazania podstawowych założeń menedżerskich teorii firmy jest zwrócenie uwagi, że teoria agencji, nie ujmując jej znaczenia dla wagi badanego zagadnienia, nie jest jedyną teorią wskazującą na przyczyny zachowań właścicieli i menedżerów oraz relacji między nimi, które to ostatecznie przekładają się na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw. Dlatego też brak kompleksowego podejścia teoretycznego może uzasadniać niejednoznaczność wyników prowadzonych badań. Nie w każdym przypadku silna koncentracja akcjonariatu

i wyeliminowanie kosztów agencji będzie prowadzić wprost do zwiększenia zysków przedsiębiorstw.

Zasada maksymalizacji zysku jako celu działania przedsiębiorstwa spotyka się w literaturze z dość powszechną krytyką. Za jedyny powszechnie akceptowany cel firmy uznaje się najczęściej jej przetrwanie (zachowanie płynności finansowej) i ustabilizowany wzrost (Stradomski 2010: 29). Odnosząc się do wyników badań, związanych z poszukiwaniem relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania spółek, należy zwrócić uwagę, że to właśnie zysk bilansowy jest podstawowym miernikiem pomiaru efektywności, jako główny składnik powszechnie stosowanych w badaniach takich wskaźników, jak ROA, ROE, ROI. Warto zwrócić uwagę, że trudno w badaniach doszukać się wskaźników finansowych z innej grupy jak tylko wskaźniki rentowności, a i w tej pierwszej grupie rzadkością jest zastosowanie wskaźnika będącego relacją wyniku z działalności operacyjnej do poziomu przychodów ze sprzedaży. A przecież to właśnie podstawowa działalność powinna być przedmiotem oceny efektywności działalności przedsiębiorstwa. Trudno się oczywiście nie zgodzić z argumentem, że z punktu widzenia akcjonariuszy, zwłaszcza mniejszościowych, najbardziej wymierną pozycją jest zysk netto jako podstawa wypłaty dywidendy, jednakże należy zwrócić uwagę, że:

- często są oni zainteresowani długookresowym wzrostem wartości spółki, akceptując politykę przeznaczania całego lub części zysku netto na rozwój działalności,
- cena rynkowa akcji, jeśli w części stanowi odzwierciedlenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa, to nie jest uzależniona jedynie od poziomu zysku bilansowego lecz bardziej od efektywności podstawowej działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo.

W literaturze dotyczącej analizy wskaźnikowej wyróżnia się następujące rodzaje analizy (Wędzki 2009):

- płynności finansowej,
- wypłacalności długoterminowej (zadłużenia),
- sprawności zarządzania,
- rentowności.

Należy się zastanowić, co jest powodem, że prowadzone badania odnoszą się tylko do jednej grupy wskaźników? Na pewno wynika to z troski o przejrzystość wyników badań i maksymalnego ograniczenia liczby stosowanych wskaźników, w szczególności kiedy badacze stosują różne metody badania korelacji. Efektem takiego podejścia jest na przykład spotykane uśrednienie wartości wskaźników w badaniach przekrojowych dotyczących kilku lat. Podejście to zostało zastosowane przez M. Aluchną (2007: 233–290), kiedy dane do analizy obejmowały lata 1997–2002, a badana była korelacja każdego wskaźnika z poziomem koncentracji akcji posiadanych nie tylko przez największego właściciela, ale też drugiego i trzeciego pod względem wielkości. Trudno nie zgodzić się z takim podejściem analizując wyniki badań L. Bohdanowicza J. Jeżaka i Z. Matyjasa (*Struktury własności...*

2010: 119–141; Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas 2010: 107–126), gdzie poziom korelacji liczono osobo dla poszczególnych wskaźników w każdym roku (lata 2006–2007).

Obserwując praktykę gospodarczą stwierdzić należy, że liczba stosowanych wskaźników dla szybkiej oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa nie musi być duża. Przykładem może być metodologia ratingu stosowana przez jedną z agencji ratingowych Standard&Poors (www.standardpoors.com), gdzie kluczowe dla oceny ryzyka finansowego przedsiębiorstw są następujące wskaźniki:

- wynik z działalności operacyjnej/zadłużenie (%),
- zadłużenie/EBITDA (x),
- zadłużenie/kapitał (%).

Warto zwrócić uwagę, że już w roku 1968 E.I. Altman (1968), sformułował model matematyczny, którego celem była analiza wyników finansowych spółek w aspekcie ich potencjalnej upadłości:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5,$$

gdzie:

- X_1 – kapitał obrotowy/aktywa ogółem,
- X_2 – zyski zatrzymane/aktywa ogółem,
- X_3 – zysk przed odsetkami i opodatkowaniem/aktywa ogółem,
- X_4 – wartość rynkowa kapitału/wartość księgową długu,
- X_5 – sprzedaż/aktywa ogółem.

Model ten znalazł bardzo szybko zastosowanie w analizie finansowej przedsiębiorstw. Był on też przedmiotem kilku modyfikacji. Jedną z nich jest konstrukcja wskaźnika EMS (*Emerging Market Score Model*), który uwzględnia specyficzne czynniki ryzyka kredytowego spółek dla rynków wschodzących (Altman 2005):

$$EM\ Score = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 + 3,25,$$

gdzie:

- X_1 – kapitał obrotowy/aktywa ogółem,
- X_2 – zyski zatrzymane/aktywa ogółem
- X_3 – zysk operacyjny/aktywa ogółem
- X_4 – wartość księgową kapitału własnego/zobowiązania ogółem.

Skupiając się na analizie tego drugiego, bardziej adoptowalnego dla warunków polskich modelu, warto zwrócić uwagę, że największą wagę E.I. Altman nadaje takim wielkościom, jak zysk na działalności operacyjnej i wielkość kapitału obrotowego, co oznacza, że kluczowa – jego zdaniem – jest efektywność prowadzonej działalności operacyjnej i odpowiadająca jej płynność finansowa, oczywiście w relacji do wielkości zaangażowanych aktywów.

Zysk netto występuje tylko pod postacią tej jego części, która pozostaje w przedsiębiorstwie i przeznaczona jest na jego działalność i rozwój. Istotny jest również poziom zadłużenia przedsiębiorstwa w relacji do kapitału własnego.

Wiele badań światowych analizuje poziom efektywności funkcjonowania spółek jedynie w oparciu o wskaźnik Tobin Q, który jest relacją pomiędzy wartością rynkową spółki a jej wartością odtworzeniową (Lindenberg, Ross 1981). Wycena spółki dokonana przez rynek kapitałowy jest co do zasady wyceną najbardziej obiektywną. Jest ona ustalana jako cena transakcji ustalana pomiędzy sprzedającym i kupującym. Należy jednak zwrócić uwagę na dwa bardzo istotne ograniczenia:

- cena rynkowa będzie zawsze uwzględniała ryzyko związane z asymetrią informacji po stronie kupującego jako nowego akcjonariusza,
- w niektórych przypadkach cena rynkowa może być efektem działań o charakterze spekulacyjnym.

W związku z powyższym, prowadzenie badań mających na celu określenie związku pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością przedsiębiorstwa tylko w oparciu o wycenę rynkową, ma uzasadnienie tylko w przypadku rynków kapitałowych o bardzo mocno rozwiniętym systemie *corporate governance* i niskim poziomie asymetrii informacyjnej.

Wiele prowadzonych badań zawiera wieloletni horyzont czasowy (np. bazując na sprawozdaniach finansowych za kilka lat obrotowych). O ile szeroki zakres badań należy ocenić pozytywnie, to należałoby się zastanowić nad związkiem pomiędzy strukturą właścicielską, efektywnością przedsiębiorstw a poziomem wzrostu gospodarczego w danym roku. Zdaniem autora warto byłoby ograniczyć zakres czasowy, na przykład do okresów o najlepszej i najgorszej koniunkturze gospodarczej, zamiast uśredniać poziomy wskaźników w celu uzyskania większej przejrzystości wyników badań.

W ocenie autora brak jest również badań o charakterze przekrojowym, te prowadzone do tej pory nie dają odpowiedzi na pytania, czy w przypadku konkretnych przedsiębiorstw zmiana struktury właścicielskiej wpłynęła na poprawę lub pogorszenie efektywności jego funkcjonowania.

Generalną cechą prowadzonych dotychczas badań w zakresie wpływu struktury właścicielskiej na efektywność przedsiębiorstw jest niejednoznaczność ich wyników. Przyczynia się to do podejmowania kolejnych prób. Według autora postuluje się w przyszłości:

- odniesienie się do większej ilości teorii charakteryzujących zachowania właścicieli, ze szczególnym uwzględnieniem skutków tych zachowań,
- badanie pomiaru efektywności za pomocą wskaźników, odzwierciedlających nie tylko rentowność netto, ale również (albo przede wszystkim) rentowność podstawowej działalności,
- zastosowanie kasowego podejścia do oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, zwracając szczególną uwagę na płynność finansową oraz wielkość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej,

- zastąpienie wieloletnich zakresów wiekowych badań indywidualnym doбором okresów, uwzględniających zmiany w poziomie wzrostu gospodarczego,
- sporządzenia analizy wpływu zmiany struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania konkretnych spółek.

Zdaniem autora zmiana podejścia do doboru wskaźników i modyfikacja metodologii może wpłynąć pozytywnie na jakość oceny wpływu struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania badanych przedsiębiorstw.

Uwagi końcowe

Zagadnienie wpływu struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw jest przedmiotem wielu prowadzonych badań. Kluczowym dla analizy tego zagadnienia jest założenie, że wzrost stopnia koncentracji akcjonariatu poprzez redukcję kosztów agencji i zmniejszenie asymetrii informacyjnej pozytywnie wpływa na wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa. Rezultaty badań w tym zakresie wykazują się dużym stopniem niejednoznaczności, wykazując pozytywny, negatywny lub neutralny charakter takiej zależności.

Niejednoznaczność osiągniętych historycznie wyników stanowić będzie z pewnością podstawę do podejmowania w przyszłości kolejnych prób badania tego zjawiska. Zdaniem autora dużą wartością może stanowić zmiana metodologii w zakresie doboru wskaźników służących do pomiaru efektywności oraz zastosowanie zindywidualizowanego podejścia do czasowego i rzeczowego zakresu badań. Bardzo istotne może okazać się rozszerzenie podejścia teoretycznego, bardziej kompleksowo wyjaśniającego zachowania właścicieli i menedżerów oraz relacje pomiędzy nimi.

Literatura

- Altman E.I. (2005), *An Emerging Market Credit Scoring System for Corporate Bonds*, Emerging Markets Review, September.
- Altman E.I. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Bankruptcy*, „The Journal of Finance”, September.
- Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Bohdanowicz L., Jeżak J., Matyjas Z. (2010), *Ownership Structures of Polish Public Companies and Their Financial Performance*, w: Urbaniak M., *The Role of Management Sciences in the Knowledge-based Economy*, Łódź University Press, Łódź.
- Demsetz H. (1967), *Toward a Theory of Property Rights*, „The American Economic Review”, vol. 57, no. 2.
- Gorynia M. (1999a), *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista”, nr 6.
- Gorynia M. (1999b), *Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych*, „Ekonomista”, nr 4.
- Groß K. (2007), *Equity Ownership and Performance An Empirical Study of German Traded Companies*, Physica-Verlag, New York.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3.

- Jonson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2000), *Tunnelling*, NBER Working Paper, no. 7523, February.
- Kubiak J. (2013), *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Lauterbach B., Barak R. (2007), *Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence*, EFA, Ljubljana Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=965668>.
- Lindenberg E.B., Ross S.A. (1981), *Tobin's Q Ratio and Industrial Organization*, „The Journal of Business”, vol. 54, no. 1, January.
- Marris R. (1963), *A Model of the Managerial Enterprise*, „Quarterly Journal of Economics”.
- Noga A. (2011), *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Stankiewicz W. (2012), *Ekonomika instytucjonalna*, Zarys wykładu, Warszawa.
- Stradomski M. (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa.
- Stradomski M. (2004), *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju* (2010), red. J. Jeżak, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Wędzki D. (2009), *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego, t. 2: Wskaźniki finansowe*, Wolters Kluwer Polska, Kraków.
- www.standardpoors.com (25.07.2013).

OWNERSHIP STRUCTURE AND EFFICIENCY OF ENTERPRISES

Abstract: The relation between ownership structure and the efficiency of enterprises has been the subject of interest for many years. The key assumption used in process of analyzing of that issue is that the increase of ownership concentration, by reducing agency costs and information asymmetry, has a positive effect on the company performance. The results of studies in this area have a high degree of ambiguity, indicating positive, negative or neutral nature of such relationship.

The ambiguity of historical results will be the sure basis for making in future next attempts to study that phenomenon. The change of indicators used to performance measure and individualized approach in terms of the scope of research could bring in the future significant added value. It could be also very important to extend the theoretical approach for explaining more complex the behavior of owners and managers and the relationship among them.

Keywords: ownership structure, control, information asymmetry, agency costs, efficiency, ratio

Cytowanie

- Wilczyński R. (2014), *Struktura właścicielska a efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 163–173; www.wneiz.pl/frfu.