

Leszek Bohdanowicz, Jan Jeżak, Zbigniew Matyjas

Uniwersytet Łódzki

**STRATEGIE
MIĘDZYNARODOWEJ DYWERSYFIKACJI GEOGRAFICZNEJ
A STRUKTURY WŁASNOŚCI
POLSKICH SPÓŁEK PUBLICZNYCH**

1. Wstęp

Jednym z najbardziej rozpowszechnionych wzorców rozwojowych przedsiębiorstw jest dywersyfikacja. Jest ona obserwowana zarówno w praktyce zarządzania firmami, jak i w badaniach naukowych. Przykłady wielkich zdywersyfikowanych koncernów międzynarodowych są często opisywane w polskiej literaturze nauk o zarządzaniu. Natomiast znacznie mniejszym zainteresowaniem cieszą się problemy badawcze, które z równie dużą intensywnością były rozwijane w literaturze światowej (zwłaszcza angielskiej) od wielu lat. Nie ma w tym nic dziwnego, gdyż strategia dywersyfikacji była szeroko rozpowszechnionym zjawiskiem.

Większość z badań naukowych porusza różne problemy związane z dywersyfikacją produktów (W.C. Kim¹; R.P. Rumelt², P.R. Varadarjan i V. Ramanujam³), lecz w dobie globalizacji nie mniej ważna jest strategia międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej. A przecież coraz więcej spółek rozszerza obszary swojej działalności i stara się wykorzystywać pojawiające się szanse na międzynarodowych rynkach. Te same spółki, konkurując na różnych geograficznie rynkach, starają się jak najlepiej dostrzec specyficzne potrzeby ludzi wynikające z różnic kultu-

¹ W.C. Kim, *Developing a global diversification measure*, „Management Science” 1989 nr 3, s. 376-383.

² R.P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard Business School, Boston 1974.

³ P.R. Varadarjan, V. Ramanujam, *Diversification and performance: A reexamination using a new two-dimensional conceptualization of diversity in firms*, „Academy of Management Journal” 1987 nr 2, s. 380-393.

rowych lub pomijają te różnice, standaryzując produkty. W ślad za tymi zjawiskami pojawiły się również badania naukowe opisujące różne aspekty międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej spółek (P. Ehling i S.B. Ramos⁴, H. van Kranenburg, J. Hagedoorn, J. Pennings⁵, L. Nachum⁶).

Strategia międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej jest związana z internacjonalizacją działalności. R.W. Griffin⁷ dzieli przedsiębiorstwa na: krajowe, czyli te które nabywają wszystkie swoje zasoby i sprzedają wszystkie swoje produkty oraz usługi na krajowym rynku; przedsiębiorstwa międzynarodowe, tj. przedsiębiorstwa zlokalizowane głównie w jednym kraju, lecz znaczną część swoich zasobów i/lub dochodów uzyskują z innych krajów; przedsiębiorstwa wielonarodowe, tzn. te, których rynek obejmuje cały świat; i przedsiębiorstwa globalne, czyli działające ponad granicami państwowymi i nie powiązane z żadnym krajem (jako krajem macierzystym). Większość polskich przedsiębiorstw, zgodnie z tą klasyfikacją, należy do grupy przedsiębiorstw międzynarodowych, zatem warto bliżej poznać motywy, kierunki i determinanty ich międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej. Dlatego podjęliśmy się zbadania związków pomiędzy międzynarodową dywersyfikacją geograficzną a strukturami własnościowymi spółek. Celem tego artykułu było **określenie wpływu struktur własnościowych na stopień zdywersyfikowania geograficznego polskich spółek publicznych.**

2. Podstawy teoretyczne

W gospodarce rynkowej własność jest motorem rozwoju gospodarczego. Jej usankcjonowanie prawne pozwala na właściwe zrozumienie praw i obowiązków właścicieli przedsiębiorstw oraz ich relacji z pozostałymi grupami interesariuszy. Z natury własności wynikają trzy prawa:

- 1) prawo właściciela do używania posiadanej rzeczy w sposób zgodny ze swoim życzeniem;
- 2) prawo do określania zachowań innych osób w zakresie używania danej rzeczy,
- 3) prawo do przekazywania komukolwiek swoich praw do danej rzeczy⁸.

Te trzy naturalne prawa właścicieli mają duże znaczenie dla własności korporacji. Z jednej strony pozwalają one ich właścicielom na korzystanie z efektów

⁴ P. Ehling, S.B. Ramos, *Geographic versus industry diversification: Constraints matter*, „Journal of Empirical Finance” 2006, s. 396-416.

⁵ H. van Kranenburg, J. Hagedoorn, J. Pennings, *Measurement of international and product diversification in the publishing industry*, „The Journal of Media Economics” 2004 nr 2, s. 87-104.

⁶ L. Nachum, *Geographic and industrial diversification of developing country firms*, „Journal of Management Studies” 2004 nr 2, s. 273-294.

⁷ R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 143-144.

⁸ J. Jeżak, *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” 2004 nr 9, s. 5-8.

działalności spółek, a z drugiej dają możliwość wpływania na kierunki ich działania. Jak zauważył H. Demsetz⁹, prawa własności dają tę moc, że mogą przyczynić się do internalizacji zewnętrznych efektów własności np. poprzez rozwój nowych technologii, otwieranie nowych rynków i nowych sposobów działania. Trzeba jednak pamiętać, że w spółkach akcyjnych ta możliwość wpływania jest ograniczona ułomnością praw z akcji, bowiem inwestorzy są w rzeczywistości właścicielami posiadanych akcji, ale nie właścicielami przedsiębiorstwa prowadzonego przez spółkę. W rzeczywistości ich wpływ na działalność spółki zależy od liczby posiadanych praw do głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Teoria prawa jest tu jednoznaczna. Zgodnie z nią każdy z akcjonariuszy ma prawo wpływania na spółkę w sposób proporcjonalny do posiadanego udziału w kapitale zakładowym, przy czym wyjątek stanowią tu akcje uprzywilejowane co do głosu¹⁰.

Teoria własności pozwala nam w inny sposób spojrzeć na zarządzanie strategiczne. Nie tylko otoczenie i zasoby przedsiębiorstwa determinują strategię, także struktury własnościowe, tj. rodzaj dominującego inwestora, stopień koncentracji własności i udziały różnych typów inwestorów w strukturach własnościowych. Dlatego w niniejszej pracy postawiliśmy następującą hipotezę: **Istnieje korelacja pomiędzy strukturami własnościowymi spółek a realizowanym przez nie stopniem międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej.**

W celu weryfikacji tej hipotezy posłużymy się analizą korelacji prostej.

3. Metoda badawcza

Próba badawcza. Analizie poddano spółki, których akcje były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na koniec lat 2005 i 2006. Próba badawcza, po usunięciu z niej tych przypadków, na temat których nie odnaleziono danych, liczyła 207 spółek dla 2005 r., 224 spółki dla 2006 roku. Analizy statystyczne były przeprowadzone za pomocą programu STATISTICA 7.1 PL, a dane pochodziły ze skonsolidowanych, rocznych sprawozdań finansowych spółek lub rocznych sprawozdań jednostkowych, jeśli spółka nie sporządzała sprawozdania skonsolidowanego.

Zmienne. Aby zbadać relacje założone w hipotezie badawczej, prowadziliśmy analizę zależności pomiędzy siedmioma zmiennymi:

- Indeks Herfindahla obrazujący stopień koncentracji własności (HI).
- Udział w strukturze własnościowej największego inwestora (LO).
- Udział w strukturze własnościowej zagranicznych inwestorów (FOS).
- Udział w strukturze własnościowej Skarbu Państwa (ONT).

⁹ H. Demsetz, *Toward a theory of property rights*, „American Economic Review“ 1967 nr 2, s. 347-359.

¹⁰ W. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych (I)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002 nr 3, s. 1-8.

- Udział w strukturze własnościowej inwestorów finansowych (OFS).
- Wielkość spółki (AO).
- Dywersyfikacja geograficzna (GD).

Indeks Herfindahla dla struktur własnościowych liczony był według następującego wzoru:

$$HI = \ln \sum_{i=1}^n (S_i)^2,$$

gdzie S_i to wielkość bloku akcji posiadanych przez i -tego akcjonariusza.

W obliczeniach zmiennych opisujących struktury własnościowe brano pod uwagę procent głosów przysługujących na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, a nie udział w kapitale zakładowym i uwzględniano tylko bloki akcji powyżej 5% (przekroczenie tego progu powoduje konieczność publicznego ogłoszenia tego faktu).

Wielkość spółki w światowych badaniach jest najczęściej mierzona jako wartość księgowa aktywów (R. Johnson i L. Soenen¹¹, P. Lee i H. O'Neill¹²) lub kapitalizacja giełdowa (G. Kiel i G. Nicholson¹³). W naszym badaniu wielkość spółki mierzyliśmy jako logarytm naturalny wartości księgowej aktywów.

Dywersyfikację geograficzną (GD) określa się najczęściej jako stosunek przychodów z eksportu do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów ogółem lub jako procent aktywów zaangażowanych na rynkach zagranicznych (A. Duru i D.M. Reeb¹⁴, D.M. Reeb, C.Y. Kwok, Y. Baek¹⁵, D. Sullivan¹⁶). W naszym opracowaniu stopień dywersyfikacji geograficznej mierzyliśmy jako stosunek przychodów z eksportu do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów ogółem. Wybór powyższego miernika podyktowany był stosunkowo niewielkim stopniem zaangażowania aktywów polskich spółek publicznych na rynkach zagranicznych. Uważamy również, iż miernik ten oddaje we właściwy sposób stopień zaangażowania polskich spółek w przychody z działalności eksportowej, co w polskich realiach gospodarczych jest jednym z podstawowych wyznaczników realizowanej przez nie strategii internacjonalizacji.

¹¹ R. Johnson, L. Soenen, *Indicators of successful companies*, „European Management Journal” 2003 nr 3, s. 364-369.

¹² P. Lee, H. O'Neill, *Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives*, „Academy of Management Journal” 2003 nr 2, s. 212-225.

¹³ G. Kiel, G. Nicholson, *Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review” 2003 nr 3, s. 189-205.

¹⁴ A. Duru, D.M. Reeb, *Geographic and industrial corporate diversification: The level and structure of executive compensation*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2002 nr 1, s. 1-24.

¹⁵ D.M. Reeb, C.Y. Kwok, Y. Baek, *Systematic risk of the multinational corporation*, „Journal of International Business Studies” 1998 nr 2, s. 263-279.

¹⁶ D. Sullivan, *Measuring the degree of internationalization of a firm*, „Journal of International Business Studies” 1994 nr 2, s. 325-342.

Statystyki opisowe. Porównując dane z lat 2005 i 2006, możemy zauważyć, że w 2006 r. nastąpił wzrost koncentracji własności mierzony udziałem największego inwestora. Średnia arytmetyczna dla tego roku wynosiła wtedy 43,14 i była wyższa o 1,15 punktu niż w roku 2005. Wyższa o 2,14 punktu była również mediana. Wynikało to ze wzrostu liczby spółek notowanych na giełdzie, co znalazło również odzwierciedlenie we wzroście liczebności próby o 17 obserwacji. Dominujący inwestorzy spółek debiutujących na GPW w Warszawie w 2006 r. byli w posiadaniu większych pakietów akcji niż najwięksi właściciele spółek dłużej notowanych. Warto dodać, że ta tendencja nie znalazła odzwierciedlenia w drugim wskaźniku opisującym stopień koncentracji struktur własności, którego wartości były porównywalne w latach 2005-2006.

Spśród wskaźników opisujących struktury własności należy zwrócić uwagę na wzrost wartości parametrów opisujących udział w strukturach własności inwestorów finansowych w 2006 r. w porównaniu do 2005 roku. Średnia w 2005 r. wyniosła 9,45 (mediana 5,09), a w 2006 r. 10,74 (mediana 5,38). Wynikało to z jednej strony z akumulacji kapitału przez inwestorów finansowych, a z drugiej strony ze wzrostu ich zaangażowania w akcje, spowodowanego trendami wzrostowymi na rynkach kapitałowych.

Stopień dywersyfikacji geograficznej polskich spółek nie był wysoki. Wartości średnie dla poszczególnych okresów były zbliżone i wynosiły 18% (2005) i 19% (2006) przychodów realizowanych ze sprzedaży eksportowej. Niemniej jednak, pomimo stosunkowo niskiego poziomu średniego zaangażowania w realizację strategii internacjonalizacji przez spółki, zaangażowanie dla poszczególnych podmiotów znacząco się różniło. Stosunkowo duża jest liczebność spółek, które całość przychodów kreują na rynku krajowym – jest to 58 spółek dla 2005 r., 63 spółki dla 2006 roku. Z drugiej strony w zestawieniu znajdują się spółki, które zdecydowaną większość przychodów generują poza rynkiem krajowym – dla poszczególnych lat poziomy te wynoszą: 89,7% w 2005 r. (Inter Groclin SA) i 98,3% dla 2006 r. (HTL-Strefa SA) – szerzej tab. 1.

Tabela 1. Statystyki opisowe dla zmiennych opisujących strukturę własności

Zmienna	Średnia		Mediana		Minimum		Maksimum		Odchylenie standardowe	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
HI	7,40	7,35	7,68	7,65	0,00	1,97	9,20	9,19	1,16	1,20
LO	41,98	43,14	40,57	42,71	0,00	3,58	99,66	99,07	22,48	22,17
FOS	13,89	13,36	0,00	0,00	0,00	0,00	99,66	98,85	26,97	25,73
ONT	2,98	2,72	0,00	0,00	0,00	0,00	84,75	84,75	11,73	11,06
OFS	9,45	10,74	5,09	5,38	0,00	0,00	68,07	68,80	13,80	13,88
ln AO	18,90	19,04	18,85	19,09	12,43	15,66	25,24	24,89	1,92	1,64
GD	0,18	0,19	0,06	0,07	0,00	0,00	0,90	0,98	0,22	0,23

Źródło: opracowanie własne.

4. Testowanie hipotezy badawczej

W hipotezie założyliśmy, że istnieją związki pomiędzy strukturami własnościowymi spółek a realizowanym przez nie poziomem międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej. W tym celu posłużymy się analizą korelacji prostej przeprowadzonej osobno dla danych z lat 2005 i 2006. Wyniki przeprowadzonych analiz zamieściliśmy w tab. 2 i 3.

Tabela 2. Analiza korelacji pomiędzy zmiennymi charakteryzującymi struktury własnościowe a stopniem dywersyfikacji geograficznej dla danych z 2005 roku

Zmienna	HI	LO	FOS	ONT	OFS	AO	GD
HI	1,00						
LO	0,86***	1,00					
FOS	0,29***	0,40***	1,00				
ONT	0,14**	0,16**	-0,05	1,00			
OFS	-0,18**	-0,29***	-0,06	-0,08	1,00		
AO	0,27***	0,31***	0,35***	0,36***	0,01	1,00	
GD	0,03	0,04	-0,00	0,12*	0,08	0,09	1,00

* $p < 0,10$ ** $p < 0,05$ *** $p < 0,01$

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Analiza korelacji pomiędzy zmiennymi charakteryzującymi struktury własnościowe a stopniem dywersyfikacji geograficznej dla danych z 2006 roku

Zmienna	HI	LO	FOS	ONT	OFS	AO	GD
HI	1,00						
LO	0,83***	1,00					
FOS	0,37***	0,47***	1,00				
ONT	0,13*	0,17**	-0,08	1,00			
OFS	-0,07	-0,26***	-0,18***	-0,11*	1,00		
AO	0,29***	0,23***	0,19***	0,27***	0,05		
GD	0,02	0,01	-0,10	0,01	0,05	0,20***	1,00

* $p < 0,10$ ** $p < 0,05$ *** $p < 0,01$

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki uzyskane dla poszczególnych okresów nie wskazują na istnienie jakiegokolwiek silnej zależności pomiędzy strukturami własności a realizowanymi przez spółki strategiami międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej. Jedynie dla danych z 2005 r. uzyskaliśmy słabe (na poziomie istotności $p < 0,1$) potwierdzenie dodatniej współzależności pomiędzy zmienną charakteryzującą udział w strukturze akcjonariatu spółki Skarbu Państwa (ONT) a poziomem dywersyfikacji geograficznej spółek. Tym niemniej obserwacja ta nie została potwierdzona dla danych z 2006 r., co powoduje naszą daleko idącą ostrożność w wyciąganiu wniosków.

Dla danych z 2006 r. zaobserwowano natomiast silną pozytywną zależność (na poziomie $p < 0,01$) pomiędzy zmienną kontrolną wielkość spółki a stopniem międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej. Wskazywało to, że większe spółki lepiej radziły sobie na międzynarodowych rynkach i większa część ich przychodów pochodziła z eksportu.

5. Podsumowanie

Celem badań opisanych w niniejszym artykule było określenie wpływu struktur własnościowych na stopień międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej polskich spółek publicznych dla zmiennych z lat 2005-2006. W badaniach nie ustalono istnienia istotnych statystycznie związków pomiędzy poszczególnymi zmiennymi charakteryzującymi strukturę własnościową spółek a stopniem wykorzystania strategii internacjonalizacji (rozumianej w niniejszym opracowaniu jako poziom dywersyfikacji geograficznej) przez polskie spółki publiczne. Jediną potwierdzoną współzależnością jest zaobserwowana słaba ($p < 0,1$) korelacja pomiędzy udziałem Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki a stopniem jej dywersyfikacji geograficznej dla 2005 roku. Dodatkowo potwierdzono zależność między wielkością spółki a stopniem międzynarodowej dywersyfikacji geograficznej dla danych z 2006 roku. Pomimo to **uwazamy, iż testowana przez nas w opracowaniu hipoteza badawcza zakładająca, że istnieje związek pomiędzy strukturami własnościowymi a strategiami dywersyfikacji geograficznej polskich spółek publicznych (dla danych z lat 2005-2006) nie została potwierdzona.** Jednak uważamy również, że w dłuższym horyzoncie czasu taka współzależność może być zaobserwowana. Dotyczy to zwłaszcza potencjalnego wpływu zagranicznych inwestorów na stopień dywersyfikacji geograficznej spółek. Ponadto można się spodziewać, że w przyszłości więcej polskich spółek dokona ekspansji geograficznej, a tym samym możliwe będzie przeprowadzenie dalszych badań ilościowych na ten temat.

Na tej podstawie uważamy, że w celu wyciągnięcia pełniejszych wniosków należy kontynuować to badanie w kolejnych latach. Może być ono również przedmiotem dalszych analiz, tym razem z wykorzystaniem innych metod statystycznych, takich jak np. analiza regresji czy też analizy wielowymiarowe (w postaci np. analizy korespondencji czy też analizy skupień). Zakładamy również rozszerzenie badań w kierunku podzielenia całej populacji na poszczególne podgrupy spółek, gdzie kryterium grupowania byłby sektor (bądź makrosektor) działalności z uwagi na dominującą działalność branżową spółek. Takie są nasze przyszłe zamierzenia w ramach dalszych prac prowadzonych w zakresie wymienionego uprzednio projektu badawczego.

Literatura

- Demsetz H., *Toward a theory of property rights*, „American Economic Review“ 1967 nr 2, s. 347-359.
- Duru A., Reeb D.M., *Geographic and industrial corporate diversification: The level and structure of executive compensation*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance“ 2002 nr 1, s. 1-24.
- Ehling P., Ramos S.B., *Geographic versus industry diversification: Constraints matter*, „Journal of Empirical Finance“ 2006, s. 396-416.
- Griffin R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Jeżak J., *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji“ 2004 nr 9, s. 5-8.
- Johnson R., Soenen L., *Indicators of successful companies*, „European Management Journal“ 2003 nr 3, s. 364-369.
- Katner W., *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych (I)*, „Przegląd Prawa Handlowego“ 2002 nr 3, s. 1-8.
- Kiel G., Nicholson G., *Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review“ 2003 nr 3, s. 189-205.
- Kim W.C., *Developing a global diversification measure*, „Management Science“ 1989 nr 3, s. 376-383.
- Kranenburg H. van, Hagedoorn J., Pennings J., *Measurement of international and product diversification in the publishing industry*, „The Journal of Media Economics“ 2004 nr 2, s. 87-104.
- Lee P., O'Neill H., *Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives*, „Academy of Management Journal“ 2003 nr 2, s. 212-225.
- Nachum L., *Geographic and industrial diversification of developing country firms*, „Journal of Management Studies“ 2004 nr 2, ss. 273-294.
- Reeb D.M., Kwok C.Y., Baek Y., *Systematic risk of the multinational corporation*, „Journal of International Business Studies“ 1998 nr 2, s. 263-279.
- Rumelt R.P., *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard Business School, Boston 1974.
- Sullivan D., *Measuring the degree of internationalization of a firm*, „Journal of International Business Studies“ 1994 nr 2, s. 325-342.
- Varadarjan P.R., Ramanujam V., *Diversification and performance: A reexamination using a new two-dimensional conceptualization of diversity in firms*, „Academy of Management Journal“ 1987 nr 2, s. 380-393.

INTERNATIONAL GEOGRAFICAL DIVERSIFICATION STRATEGIES AND OWNERSHIP STRUCTURE OF POLISH PUBLIC COMPANIES

Summary

In the article the authors describe the results of their research in the area of the relationship between ownership structure and the level of international geographical diversification of Polish public companies. The results of the research indicate that there is no correlation between these two groups of variables.