



Spis treści

Wstęp	1
<i>Ewa Stańczyk-Hugiet, Katarzyna Piórkowska, Sylwia Stańczyk: W gąszczu organizacyjnych zdolności... / In a jungle of organizational capabilities</i>	2
<i>Jarosław Karpacz: Implikacje konceptualizacji dla modelowania konstruktów i wskaźników orientacji przedsiębiorczej: ustalenia literaturowe / The implications of the conceptualisation for modelling of the construct and the measures of the entrepreneurial orientation: the scientific literature findings</i>	9
<i>Katarzyna Grzesik, Monika Kwiecińska: Wykorzystanie wybranych aspektów teorii integralnej w kreowaniu nowego podejścia do przywództwa / Use of selected aspects of the Integral Theory in shaping the new approach to leadership</i>	16
<i>Maria Aluchna, Emilia Tomczyk: Dynamika struktury własności. Przypadek spółek notowanych na GPW w Warszawie / Dynamics of ownership structure. The case of companies listed on the Warsaw Stock Exchange</i>	26
<i>Janusz Marek Lichtarski: Heterarchia jako źródło konfliktów organizacyjnych – perspektywa kierowników i nie kierowników / Heterarchy as a source of organizational conflicts – managers’ and non-managers’ perspective</i>	33
<i>Barbara Chomętowska, Agnieszka Żarczyńska-Dobiesz: Innowacyjność w organizacjach zatrudniających pracowników z różnych pokoleń / Innovation in organizations employing workers from different generations</i>	40



Wstęp

Najnowszy numer Management Forum poświęcony został różnym obszarom zarządzania przedsiębiorstwem. Autorzy postawili wiele ważnych poznawczo pytań ukierunkowanych na wewnętrzne zasady funkcjonowania organizacji. Mamy nadzieję, że pozwoli to na lepsze zrozumienie istoty mechanizmów, które wspomagają bądź ograniczają rozwój przedsiębiorstw.

W tym numerze znajdą Państwo artykuły, które dotyczą takich obszarów zarządzania przedsiębiorstwem, jak: innowacyjność organizacyjna, modelowanie orientacji przedsiębiorczej oraz budowanie przywództwa, motywacja współczesnego pokolenia, kategorie zdolności organizacyjnych, wpływ heterar-

chii na konflikty organizacyjne czy znaczenie struktury własności w rozwoju dużych spółek.

Poszczególne artykuły są oparte na szerokich studiach literaturowych oraz wynikach badań empirycznych. Autorzy wskazują na nowe kierunki badań, ukazując wielowymiarową naturę współczesnych organizacji oraz złożoność problematyki zarządzania przedsiębiorstwem.

Życząc ciekawej lektury, mamy nadzieję, że przedstawiona problematyka zachęci Państwa do stawiania pytań i włączenia się do dyskusji.

Joanna Kacała, Grzegorz Bełz



Dynamika struktury własności. Przypadek spółek notowanych na GPW w Warszawie

Dynamics of ownership structure. The case of companies listed on the Warsaw Stock Exchange

Maria Aluchna, Emilia Tomczyk

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: maria.aluchna@sgh.waw.pl; emilia.tomczyk@sgh.waw.pl

Streszczenie

Struktura własności jest jednym z kluczowych elementów charakteryzujących przedsiębiorstwo, który silnie wpływa na wiele wymiarów jego funkcjonowania. To właśnie kwestie, kto posiada udziały w spółce i jaką ma w niej pozycję, determinują strategię, horyzont czasowy, preferencje odnośnie do celów, oczekiwania wobec firmy, a także kulturę organizacyjną, wzorce przywództwa oraz praktykę zarządzania zasobami ludzkimi. W efekcie, dokładne poznanie struktury własności pozwala na zrozumienie motywów i przyczyn określonego działania przedsiębiorstw. Artykuł podejmuje próbę identyfikacji wzorców dynamiki struktury własności przedsiębiorstw w Polsce na przykładzie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza została oparta na próbie 100 spółek giełdowych za okres 2008-2014, a omówienie wyników odniesione do trendów zachodzących na świecie oraz obserwowanych w spółkach.

Słowa kluczowe: struktura własności, struktura akcjonariatu, ład korporacyjny, Polska.

Abstract

Ownership structure remains one of the most important elements of the characteristics of a firm. The aspects who owns stakes in the company and which position is placed determines the strategy, time horizon, goals, expectations toward performance as well as corporate culture, leadership patterns and human resource management. In result, the identification of the shareholder structure allows to explain the motives for firm behavior. The article attempts to identify the patterns of ownership structure of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The analysis is based on a sample of 100 listed companies for the years 2008-2014 and addresses the results on Polish companies to worldwide observed trends.

Keywords: ownership structure, shareholder structure, corporate governance, Poland.

Wstęp

Struktura własności jest jednym z kluczowych elementów charakteryzujących przedsiębiorstwo, który silnie wpływa na wiele wymiarów jego funkcjonowania. To właśnie kwestie, kto posiada udziały w spółce i jaką ma w niej pozycję, determinują strategię organizacji, horyzont czasowy, preferencje odnośnie do założonych celów, oczekiwania wobec firmy, a także kulturę organizacyjną, wzorce przywództwa oraz praktykę zarządzania zasobami ludzkimi. W efekcie dokładne poznanie struktury własności pozwala na zrozumienie motywów i przyczyn określonego działania przedsiębiorstw [Gedajlovic, Shapiro 1998]. Pomimo dominującego wcześniej podejścia traktującego akcjonariuszy jako jednolitą grupę zainteresowaną głównie maksymalizacją wartości przedsiębiorstwa, obecnie w literaturze przedmiotu przyjmuje się założenie o znacznej heterogeniczności oczekiwań i celów akcjonariuszy. Co więcej, zmiany zachodzące na poziomie gospodarek oraz dynamika struktury własności przedsiębiorstw związana z nowymi regulacjami, rozwojem gospodarczym, jak również rozwojem wielu przedsiębiorstw, mogą przełożyć się także na inną rzeczywistość panującą w spółce i w konsekwencji wywierać wpływ na aspekty strategii, organizacji czy zarządzania zasobami ludzkimi.

Niniejszy artykuł podejmuje próbę identyfikacji wzorców dynamiki struktury własności przedsiębiorstw w Polsce na przykładzie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeanalizowano sytuację 100 spółek giełdowych z okresu 2008-2014, a omówienie wyników odniesiono do trendów zachodzących na świecie oraz obserwowanych w spółkach. Artykuł ma następującą strukturę. W pierwszym podpunkcie omówiono znaczenie struktury własności w odniesieniu do systemu *corporate governance* na poziomie kraju oraz w odniesieniu do funkcjonowania przedsiębiorstwa. W podpunkcie drugim przytoczono dane o strukturze własności w różnych krajach wraz z interpretacją tych wzorców i ich zmian w ostatnich latach. Wyniki badań przeprowadzonych na próbie spółek notowanych na GPW w Warszawie przedstawiono w podpunkcie trzecim. Wnioski zawarto zaś w podsumowaniu.

1. Struktura własności

Struktura własności określa liczbę akcji będących w posiadaniu określonych podmiotów lub osób. Jej znaczenie wynika z praw przypisanych do posiadanych udziałów, które dają kontrolę nad przedsiębiorstwem. Z punktu widzenia wykonywania praw znaczenie ma liczba, ale przede wszystkim procent posiadanych akcji, określający stopień koncentracji własności, a także liczba i procent wykonywanych głosów, liczba akcjonariuszy, którzy przekroczyli pewien poziom (procent) kontrolowanych udziałów i aktywnie angażują się w nadzór i zarządzanie, oraz tożsamość tych akcjonariuszy [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1998]. Literatura przedmiotu jest niezwykle bogata i dostarcza informacji odnośnie do funkcjonowania akcjonariuszy większościowych, zalet i wad odpowiednio akcjonariatu rozproszonego oraz skoncentrowanego, współdziałania akcjonariuszy (lub jego braku), roli kilku znaczących akcjonariuszy, kwestii skoncentrowanej kontroli wraz z mechanizmami jej lewarowania, a także problematyki tożsa-

mości akcjonariuszy w odniesieniu do menedżera, inwestora finansowego, inwestora branżowego, rodziny czy skarbu państwa/rządu.

Literatura poświęcona strukturze własności odnosi się do dwóch poziomów jej funkcjonowania – struktury własności na poziomie systemu *corporate governance* oraz struktury własności na poziomie przedsiębiorstwa. W pierwszym wypadku analizy struktury własności dotyczą wzajemnych relacji między systemem politycznym, kulturą i normami społecznymi, które determinują kształt regulacji [Aluchna 2015]. Szczególnie istotne są regulacje z zakresu funkcjonowania rynku kapitałowego, prawa przedsiębiorstw oraz prawa pracy. Te przepisy tworzą ramy określające podstawowe zasady *corporate governance* i w efekcie określają zasady funkcjonowania przedsiębiorstw. Niezwykle interesujące analizy pokazują na przykład, jak obowiązujący system polityczny – będący efektem współpracy oraz konkurowania różnych grup społecznych i politycznych – przekłada się na wybory na poziomie regulacji, które mogą sprzyjać koncentracji bądź rozproszeniu akcjonariatu lub preferować określony typ akcjonariuszy (np. preferencje dla własności państwowej bądź akcjonariuszy narodowych, ograniczenia nakładane na inwestorów finansowych). Podobny wpływ na kształtowanie przepisów mają dominujące normy społeczne i kultura, które przekładają się na prawo pracy określające np. pozycję pracowników i ich udział w radzie nadzorczej. Prawo przedsiębiorstw precyzuje natomiast między innymi zakres praw i obowiązków rady nadzorczej czy rady dyrektorów, wykonywanie praw głosu, funkcjonowanie walnego zgromadzenia. W tym nurcie literatura przedmiotu oferuje międzynarodowe analizy porównawcze lub badania historyczne śledzące dynamikę struktury własności w reakcji na zmiany regulacji.

Struktura własności na poziomie przedsiębiorstwa dotyczy rozkładu głosów między poszczególnych akcjonariuszy, co przekłada się na charakter relacji i konflikty między nimi. Rozkład akcji, a przede wszystkim rozkład głosów do nich przypisanych, determinuje problemy agencyjne [Schulze, Lubatkin, Dino, Buchholtz 2001] występujące między zarządzającymi a akcjonariuszami (konflikty pryncypała i agenta [Gilson, Gordon 2003]) lub między różnymi akcjonariuszami (konflikty między pryncypałami [Su, Xu, Phan 2008; Young, Peng, Ahlstrom, Burton, Jiang 2008]). Jak pokazują liczne badania, struktura własności decyduje o orientacji czasowej przedsiębiorstwa [Clarke 2014], przyjętej przez nie strategii [Holderness, Sheehan 1998; Gillian, Starks 2003], stopniu dywersyfikacji, rozwoju i zakresie prowadzonych restrukturyzacji, a także przekłada się na politykę dywidendową, formę i strukturę organizacyjną [Shleifer, Vishny 1997]. W efekcie jest ściśle powiązana z wyceną spółki, kosztem kapitału [Guedhami, Mishra 2009] i polityką innowacyjną, a wpływa na wyniki finansowe, zyskowność i wartości spółki [O'Connor 2013; Kim, Black, Jang 2006]. Struktura własności wywiera także wpływ na styl zarządzania zasobami ludzkimi [Van Essen, Heugens, Van Oosterhout, Otten 2012], w tym motywowania i wynagradzania. Odgrywa ona również kluczową rolę w kształtowaniu praktyki i standardów ładu korporacyjnego [Holderness, Sheehan 1998; Bozec, Dia, Bozec 2013] w odniesieniu do składu funkcjonowania rady, a także stosowanych mechanizmów kontrolnych i motywujących. Nowe badania z zakresu struktury

własności poszukują ostatecznych akcjonariuszy, dokładniej studiując struktury własności i śledząc ich dynamikę [Abdeslam, Cieply, Le Nadant 2008].

2. Struktura własności przedsiębiorstw

Jak zaznaczono wyżej, w badaniach nad strukturą własności wyróżnia się poziom koncentracji własności, poziom koncentracji kontroli oraz udział poszczególnych typów akcjonariuszy. Prowadzone analizy wskazują, iż koncentracja własności jest najniższa w krajach anglosaskich [Morck, Yeung 2009], a łącznie największe udziały przypadają na inwestorów finansowych, głównie fundusze inwestycyjne i emerytalne [Denis, McConnell 2003]. Spółki notowane na giełdach amerykańskich i brytyjskich cechuje znaczne rozdrobnienie własności w porównaniu z przedsiębiorstwami europejskimi czy azjatyckimi. Jednocześnie amerykańskie i brytyjskie spółki rzadko stosują akcje uprzywilejowane [Mallin 2004].

W opozycji do rozproszonego akcjonariatu spółek amerykańskich i brytyjskich w przeważającej liczbie krajów na świecie przedsiębiorstwa cechują się większym stopniem koncentracji własności [Morck, Yeung 2009; Mallin 2004]. Szczególnie międzynarodowe analizy porównawcze [Denis, McConnell 2003] wskazują, iż:

- Skoncentrowana struktura własności jest cechą spółek w Europie kontynentalnej, a autorami tej koncentracji bardzo często są rodziny oraz inwestorzy branży;
- Skoncentrowana struktura własności występuje zazwyczaj w gospodarkach wschodzących lub słabiej rozwiniętych, głównie w Azji (Chiny) i Ameryce Południowej;
- Skoncentrowana struktura własności współwystępuje z niedawno przeprowadzanymi transakcjami prywatyzacyjnymi i rozwojem spółek po 1989 roku w Europie Środkowej i Wschodniej.

Koncentracja kontroli w najprostszym rozumieniu oznacza stosowanie akcji uprzywilejowanych – dających więcej niż jeden głos – na akcje oraz wykorzystywanie struktur piramidowych zapewniających lewarowanie kontroli, czyli zwiększanie udziałów w kontroli wobec posiadanych akcji. Geograficznie koncentracja kontroli *de facto* pokrywa się z koncentracją własności – odnotowuje się ją głównie w Europie kontynentalnej [Faccio, Lang 2002] oraz Azji [Claessens, Diankov, Lang 2000]. Wzorce koncentracji własności i kontroli są powiązane także z drugim wymiarem, czyli obecnością różnych typów akcjonariuszy. Najogólniej ujmując, w krajach anglosaskich odnotowuje się duży udział inwestorów finansowych, szacowany średnio na 70% akcji [Mallin 2010], podczas gdy w pozostałych regionach akcjonariat jest bardziej zróżnicowany, z udziałem rodzin, inwestorów branżowych czy państwa. Udział rodzin współwystępuje z koncentracją własności i kontroli, a większy udział inwestorów finansowych wiązany jest z większym rozproszeniem akcjonariatu [Barontini, Caprio 2006]. Należy jednak zauważyć, iż w krajach anglosaskich dominują portfelowi inwestorzy finansowi, cechujący się nabywaniem mniejszych pakietów akcji, a w krajach Europy kontynentalnej i Azji wielu inwestorów finansowych to podmioty kontrolowane przez rodziny lub koalicje akcjonariuszy, którzy często nabywają znaczne pakiety akcji i inwestują w dłuższym horyzoncie. Udział

portfelowych inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek publicznych w większości krajów rośnie i stanowi jeden z ważniejszych trendów struktury własności.

Badania nad strukturą własności prowadzone są od dawna i w literaturze przedmiotu panowało przekonanie, że istniejące wzorce są dokładnie rozpoznane. Jednak w ostatnich latach pojawiło się kilka opracowań, które podważyły dość stabilne i uporządkowane postrzeganie struktury akcjonariatu, wskazując na trzy ważne aspekty. Po pierwsze, struktura własności wciąż stanowi interesujące zagadnienie badawcze i kryje wiele wzorców do odkrycia – analizy ostatnich lat wskazały na większą koncentrację własności [Holderness 2007] oraz większy udział rodzin w akcjonariacie, niż do tej pory uznawano. Po drugie, międzynarodowa analiza porównawcza, szczególnie badania w krajach po transformacji i gospodarkach wschodzących, daje szansę poznania nowych relacji między akcjonariuszami (konflikty między pryncypałami, relacje między wieloma akcjonariuszami posiadającymi znaczne pakiety akcji). I wreszcie po trzecie, wraz z rozwojem przedsiębiorstw pojawiają się nowe wzorce własności, które niekiedy zaburzają jednostajny obraz relacji w poszczególnych krajach. W krajach rozwiniętych nowo powstałe firmy cechują się odmienną strukturą niż te dominujące w gospodarce (np. Facebook czy Google cechuje „nieamerykańska” struktura własności), a w krajach rozwijających się dokonywana jest instytucjonalizacja akcjonariatu kosztem zmniejszenia udziału rodzin oraz inwestorów indywidualnych.

Dynamika struktury własności spółek jest związana z wieloma zmianami dokonującymi się w systemie *corporate governance*, takimi jak liberalizacja przepisów dotyczących przepływu kapitału, harmonizacja standardów rachunkowości i raportowania, zwiększenie przejrzystości oraz ochrony inwestorów, a także globalizacja i integracja rynków kapitałowych. Dynamika struktury własności jest także wpisana w rozwój spółek – większe spółki o dużych potrzebach kapitałowych przyciągają wielu inwestorów. Zmiany w systemach emerytalnych oraz akumulacja kapitału i specjalizacja pośredników z inwestorami skutkują natomiast rosnącą obecnością inwestorów finansowych. W procesie rozwoju spółki wyróżnia się trzy główne etapy ewolucji struktury własności [Bojańczyk 2010]:

- Własność indywidualną cechującą się znacznym skoncentrowaniem akcjonariatu, zarządzaniem przez właściciela, co oznacza brak rozdziału własności i kontroli oraz finansowanie głównie środkami własnym i ewentualnie pożyczkami bankowymi.
- Kapitalizm menedżerski cechujący się rozproszeniem własności, rozdziałem zarządzania i kontroli, co przekłada się na systemowy konflikt agencyjny między właścicielami a zarządzającymi. Finansowanie kapitałem własnym ustępuje pozyskiwaniu kapitału ze źródeł zewnętrznych z pożyczek bankowych i rynku kapitałowego.
- Własność instytucjonalną cechującą się dominacją kilku instytucji w strukturze własności (np. udziałem instytucji finansowych). Wówczas tradycyjnie pasywni inwestorzy stają się bardziej aktywni, a rynki finansowe okazują się głównym źródłem finansowania i jednocześnie czynnikiem wymuszającym efektywność.

Analizy struktury własności polskich spółek giełdowych wskazują na stałą koncentrację własności przy średnich udziałach

największego akcjonariusza na poziomie 40%, koncentrację kontroli przy wykorzystywaniu różnych mechanizmów, takich jak zapisy w statucie, struktury piramidowe czy akcje przywilejowane, a także znaczny udział inwestorów finansowych, w tym rosnącą liczbę inwestorów prywatnych, głównie założycieli lub menedżerów nowo powstałych spółek [Dzierżanowski, Tamowicz 2002; Adamska 2013; Urbanek 2009; Aluchna 2015].

3. Dynamika struktury własności przedsiębiorstw w Polsce – badania

3.1. Cel i pytania badawcze

Niniejszy artykuł wpisuje się w nurt badań struktury własności polskich spółek giełdowych. Motywacją dla dalszego śledzenia wzorców struktury własności są z jednej strony procesy rozwoju polskich przedsiębiorstw, a z drugiej – wpływ czynników zewnętrznych, takich jak globalizacja rynków kapitałowych, mobilność kapitału czy liberalizacja. Celem badania było określenie struktury własności spółek giełdowych w Polsce w odniesieniu do wyróżnionych w literaturze kryteriów, czyli koncentracji własności oraz udziału poszczególnych typów akcjonariuszy. Dodatkowo badanie miało na celu analizę dynamiki wyróżnionych kryteriów w analizowanym okresie. W efekcie na potrzeby badania sformułowano następujące pytania badawcze:

- Jak przedstawia się struktura własności w odniesieniu do poziomu koncentracji i jak zmienia się ona w badanym okresie?
- Jak przedstawia się struktura własności w odniesieniu do tożsamości największego akcjonariusza przy uwzględnieniu poszczególnych typów akcjonariuszy – skarbu państwa, krajowy inwestor branżowy, zagraniczny inwestor branżowy, założyciel/inwestor indywidualny, portfelowy inwestor finansowy, zaangażowany inwestor finansowy, inne?
- Jak zmienia się struktura własności w odniesieniu do tożsamości największego akcjonariusza przy uwzględnieniu typów akcjonariuszy – skarbu państwa, krajowy inwestor branżowy, zagraniczny inwestor branżowy, założyciel/inwestor indywidualny, portfelowy inwestor finansowy, zaangażowany inwestor finansowy, inne – w badanym okresie?
- Jakemu etapowi ewolucji struktury własności według typologii M. Bojańczyka [2010] odpowiada obecny stan polskich spółek giełdowych?

3.2. Próba badawcza i metoda

Badanie dynamiki struktury własności przeprowadzono na próbie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Próba początkowa objęła 100 największych spółek. Na potrzeby badania zebrano dane o strukturze własności tych spółek za okres 2008-2014, z obserwacjami notowanymi co dwa lata. Takie podejście tłumaczone jest relatywną stabilnością wzorców akcjonariatu. Określenia struktury własności w odniesieniu do wybranych kryteriów dokonano poprzez analizy częstości. Dane pozyskano z bazy EMIS oraz raportów rocznych analizowanych spółek. Analiza akcjonariatów spółek z próby na podstawie informacji zawartych w raporcie rocznym okazała się kluczowa dla poprawnej klasyfi-

kacji akcjonariuszy według wyróżnionych typów. Choć obecnie dostępne są bazy danych zawierające podstawowe informacje na temat struktury własności, trudno jest pozyskać informacje o oddzielnym udziale poszczególnych typów akcjonariuszy. Na potrzeby niniejszego badania dokonano ręcznej klasyfikacji akcjonariuszy analizowanych spółek. Ponadto dostępne bazy nie pozwalają sformułować odpowiedzi na pytania o występowanie ewentualnych powiązań między akcjonariuszami, które niekiedy znacząco zwiększają faktyczną koncentrację własności. Taką klasyfikację także przeprowadzono ręcznie. Następnie z wykorzystaniem programu EViews dokonano analizy struktury własności w odniesieniu do podstawowych statystyk opisowych oraz częstości.

3.3. Wyniki

W tabeli 1 przedstawiono strukturę własności największych polskich spółek giełdowych w latach 2008-2014 z uwzględnieniem udziałów największego akcjonariusza oraz udziałów inwestorów finansowych, a także maksymalnych i przeciętnych udziałów największego akcjonariusza z podziałem na wyróżnione typy. Jak wynika z przeprowadzonej analizy:

- Średni udział największego akcjonariusza powoli maleje w czasie, od 49,7% w 2008 r. do 45,6% w 2014 r.
- Średni udział inwestorów finansowych rośnie w badanym okresie od 8,3 do 11,3%.
- Maksymalny udział inwestora finansowego rośnie w czasie (z 51,3 do 62,3%).
- Maksymalny udział największego akcjonariusza maleje w czasie dla wszystkich typów akcjonariuszy (poza typem inny), choć najmniejsze zmiany obserwuje się w przypadku zagranicznego akcjonariusza branżowego.
- Przeciętny udział największego akcjonariusza inwestora maleje w czasie dla wszystkich typów akcjonariuszy, szczególnie w przypadku skarbu państwa, z wyjątkiem zagranicznego akcjonariusza branżowego.
- Maksymalny udział drugiego największego akcjonariusza jest stabilny w latach 2008-2012 (ok. 43%) i lekko spada w roku 2014 do 38,2%; średni udział drugiego największego akcjonariusza jest również stały – wzrósł w badanym okresie tylko o jeden punkt procentowy, z 7,8 do 8,8%.

Strukturę własnościową największych polskich spółek giełdowych w latach 2008-2014 z uwzględnieniem częstości występowania różnych kategorii spółek przedstawia tabela 2.

Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 2, w strukturze własności największych spółek giełdowych zaobserwowano następujące zmiany:

- Maleje liczba spółek ze skoncentrowaną strukturą własności (odsetki spółek z koncentracją własności powyżej 50% i powyżej 30% maleją).
- Lekko maleje odsetek spółek z udziałem inwestorów finansowych.
- Odsetki spółek ze względu na typ największego akcjonariusza pozostają stabilne.

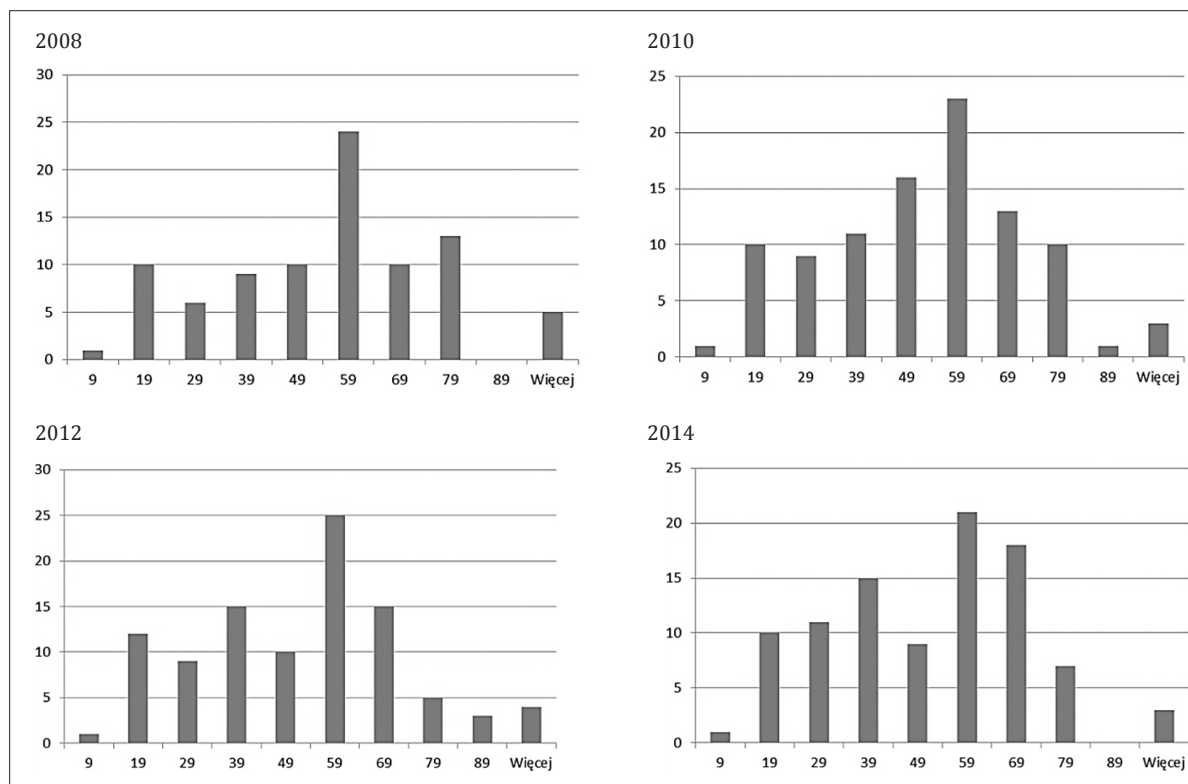
Zmienna		2008	2010	2012	2014
Liczba spółek		88	97	99	95
Udział największego akcjonariusza (%)	minimalny	9,0	9,0	10,8	9,8
	maksymalny	99,3	99,2	99,9	96,5
	średni	49,7	47,5	49,8	45,6
Udział drugiego największego akcjonariusza (%)	minimalny	0,0	0,0	0,0	0,0
	maksymalny	43,0	43,0	43,1	38,2
	średni	7,8	8,5	9,0	8,8
Udział inwestorów finansowych (%)	minimalny	0,0	0,0	0,0	0,0
	maksymalny	51,3	56,6	57,3	62,3
	średni	8,3	9,2	11,0	11,3
Maksymalny udział największego inwestora (%)	skarb państwa	98,8	79,0	72,4	72,4
	krajowy inwestor branżowy	95,1	95,2	85,1	66,0
	zagraniczny inwestor branżowy	99,3	99,2	99,9	96,5
	inwestor indywidualny	82,0	71,3	71,3	66,0
	inwestor finansowy	73,6	93,7	50,1	60,5
	inny	52,2	52,7	57,0	61,0
Przeciętny udział największego inwestora (%)	skarb państwa	62,0	50,1	47,2	45,5
	krajowy inwestor branżowy	59,4	58,1	53,9	48,7
	zagraniczny inwestor branżowy	56,8	57,8	62,6	61,9
	inwestor indywidualny	45,5	41,0	42,3	40,3
	inwestor finansowy	34,4	31,8	22,2	28,6
	inny	47,0	41,7	42,7	41,4

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Struktura własnościowa największych polskich spółek giełdowych w latach 2008-2014

Zmienna		2008	2010	2012	2014
Odsetek spółek z koncentracją własności powyżej 50% (%)		58,0	50,5	55,6	49,5
Odsetek spółek z koncentracją własności powyżej 30% (%)		80,7	79,4	77,8	73,7
Odsetek spółek z udziałem inwestora finansowego (%)		26,1	25,8	25,3	23,2
Odsetek spółek, w których największym akcjonariuszem jest: (%)	skarb państwa	12,5	13,4	14,1	13,7
	krajowy inwestor branżowy	10,2	8,2	11,1	12,6
	zagraniczny inwestor branżowy	29,5	29,9	29,3	24,2
	inwestor indywidualny	29,5	29,9	30,3	28,4
	inwestor finansowy	13,6	13,4	11,1	14,4
	inne	4,7	5,2	4,1	6,7

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 1. Histogramy udziałów największych akcjonariuszy w latach 2008-2014

Źródło: opracowanie własne.

Jak przedstawia rysunek 1, w badanym okresie nie odnotowuje się znaczących zmian w strukturze udziału największych inwestorów analizowanych spółek. Przy średnim udziale największego akcjonariusza na poziomie 46-50% akcji (por. tabela 1) nie można stwierdzić wyraźnych zmian w rozkładzie liczby spółek wokół średniej. Da się jedynie zaobserwować niewielki wzrost w czasie liczby spółek, w których koncentracja własności wynosi ok. 29-39 oraz 69%, co sugeruje zmniejszenie się zróżnicowania spółek ze względu na koncentrację własności.

3.4. Dyskusja

Z przedstawionych danych wynika, iż spółki giełdowe w Polsce wciąż cechują się znaczną koncentracją własności – w analizowanej próbie średni udział największego akcjonariusza wynosi ponad 45% akcji. Udział ten maleje jednak w badanym okresie z 49,7% w 2008 do 45,6% w 2014 roku. Spadek średniego udziału największego akcjonariusza przekłada się także na spadek liczby spółek ze skoncentrowaną strukturą własności – dla proggu 50% akcji w próbie badawczej obserwuje się spadek z 58% spółek w 2008 do 49,5% w 2014 roku. Przy zastosowaniu proggu 30% odsetek ten spada z 80,7% spółek w 2008 do 73,7% w 2014 roku. Odnosząc te wyniki do międzynarodowej analizy porównawczej, Polskę należy zaliczyć do krajów cechujących się znaczną koncentracją własności, spotykanych w Europie kontynentalnej, Azji i Ameryce Południowej. Przykładowo, odsetek spółek z koncentracją własności przy proggu 20% kształtuje się na poziomie 20% dla spółek amerykańskich, 0% dla brytyjskich, ale już 64% dla niemieckich, 65% dla francuskich czy 56% – hiszpańskich [Aluchna 2015]. Przy uwzględnieniu tożsamości akcjonariuszy widać, iż w 28% spółek największym akcjonariuszem jest osoba indywidualna, w 24% – zagraniczny inwestor branżowy, po 14% spółek przypada na skarb państwa i inwestora finansowego, a w przypadku 12% jest to krajowy inwestor branżowy. Wyniki te są pochodną procesów prywatyzacyjnych oraz rozwoju polskiej gospodarki.

Obserwowane zmiany koncentracji własności pociągają za sobą różnice wartości kolejnych zmiennych – przeciętny udział największego akcjonariusza inwestora maleje w czasie dla wszystkich typów akcjonariuszy, szczególnie w przypadku skarbu państwa, z wyjątkiem zagranicznego akcjonariusza branżowego. Maksymalny udział największego akcjonariusza maleje w czasie dla wszystkich typów akcjonariuszy (poza typem inny), choć najmniejsze zmiany obserwuje się w przypadku zagranicznego akcjonariusza branżowego. Ważne obserwacje dotyczą także udziału drugiego największego akcjonariusza ze względu na jego ewentualne możliwości kontrolowania akcjonariusza dominującego. W badanych spółkach średni udział drugiego największego akcjonariusza pozostaje stały – w okresie 2008-2014 wzrósł on tylko o jeden punkt procentowy, z 7,8 do 8,8%. Maksymalny udział drugiego największego akcjonariusza jest stabilny w latach 2008-2012 (ok. 43%) i lekko spada w roku 2014 do 38,2%. Średni udział inwestorów finansowych rośnie w badanym okresie od 8,3 do 11,3%, co należy interpretować jako niski poziom. Zaangażowanie inwestorów finansowych w spółkach z rynków anglosaskich szacowane jest obecnie na około 70-80% akcji [Adamska 2013]. Jednocze-

śnie na podstawie danych przedstawionych na rysunku 1 nie odnotowuje się znaczących zmian w strukturze udziału największych inwestorów analizowanych spółek.

Odnosząc uzyskane wyniki do etapów rozwoju struktury własności [Bojańczyk 2010], należy podkreślić duże zróżnicowanie polskich spółek ze względu na różne scenariusze ich powstawania. W przypadku spółek sprywatyzowanych istniejącą strukturę własności można określić mianem instytucjonalnej, cechującej się udziałem inwestorów branżowych i finansowych. Spółki powstałe po 1989 roku powinno się zatem zaliczyć do pierwszego etapu rozwoju struktury własności z dominacją własności indywidualnej cechującej się znacznym skoncentrowaniem akcjonariatu.

Podsumowanie

Struktura własności jest kluczową cechą charakteryzującą przedsiębiorstwa, wywierającą wpływ na sposób jego funkcjonowania, strategię, politykę inwestycyjną czy możliwości rozwoju. Kształtuje się ona w reakcji na istniejące przepisy prawne, ład instytucjonalny, jak również normy społeczne i preferencje kulturowe oraz w wyniku rozwoju gospodarki i samego przedsiębiorstwa. Struktura własności podlega także zmianom w czasie w odpowiedzi na oddziaływanie czynników lokalnych i globalnych. Różne typy struktury własności cechują się określonymi zaletami i wadami, które wpierają lub utrudniają rozwój i przesądzają o danym kierunku działania przedsiębiorstwa. Niniejszy artykuł poświęcono identyfikacji struktury własności polskich spółek giełdowych z uwzględnieniem poziomu koncentracji, tożsamości akcjonariuszy oraz ich zmian w latach 2008-2014. Wyniki wskazują, mimo nieznacznego spadku koncentracji własności, na wciąż utrzymujący się wysoki jej poziom. Badane spółki są zróżnicowane pod względem tożsamości największego akcjonariusza, co wynika z różnych scenariuszy ich powstania. Choć niniejszy artykuł dostarcza obserwacji o najnowszych trendach w strukturze własności polskich spółek giełdowych, wciąż pozostawia wiele pytań bez odpowiedzi. Przyszłe analizy powinny bowiem uwzględnić udział zarządzających w strukturze własności, co pozwoliłoby ocenić skalę rozdziału własności od kontroli. Ważne byłyby także obserwacje zmian w poszczególnych grupach spółek ze względu na pochodzenie, a także powiązanie różnych typów własności z działaniami w odmiennych obszarach zarządzania (strategia, internacjonalizacja, wyniki rynkowe i finansowe).

Literatura

- Abdesselam R., Cieply S., Le Nadant A., 2008, *Transfers of ownership rights: An empirical study of five European countries*, Brussels Economic Review, vol. 51, s. 413-434.
- Adamska A., 2013, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M., 2015, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Poltext Warszawa, s. 74-76.
- Barontini R., Caprio, L., 2006, *The effect of family control on firm value and performance. Evidence from continental Europe*, European Financial Management, vol. 12, s. 689-723.
- Becht M., Röell A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison, *European Economic Review*, vol. 43, s. 1049-1056.

- Bojańczyk M., 2010, *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym. Kryzys zarządzania spółkami*, Diffin, s. 90-93.
- Bozec R., Dia M., Bozec Y., 2013, *Corporate ownership and governance practices in Canada: a longitudinal study*, International Journal of Corporate Governance, vol. 4, no. 1, s. 51-73.
- Claessens S., Diankov S., L. Lang, 2000, *The separation of ownership and control in East Asian Corporation*, Journal of Finance, vol. 58, s. 81-112.
- Clarke T., 2014., *The impact of financialisation on international corporate governance: The role of agency theory and maximizing shareholder value*, Law and Financial Markets Review, vol. 8, s. 39-51.
- Denis D., McConnell J., 2003, *International corporate governance*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 38, no. 1, s. 1-36.
- Dzierżanowski M., Tamowicz P., 2002, *Ownership and control of Polish listed corporations*, <http://ssrn.com/paper=386822>
- Faccio M., Lang L., 2002, *The ultimate ownership in Western European corporations*, Journal of Financial Economics, vol. 65, s. 365-395.
- Gedajlovic E., Shapiro D., 1998, *Management and ownership effects: Evidence from five countries*, Strategic Management Journal, vol. 19, s. 533-553.
- Gillian S., Starks L., 2003, *Corporate governance, corporate ownership and the role of institutional investors: A global perspective*, Journal of Applied Finance, vol. 13, no. 2, s. 4-22.
- Gilson R., Gordon J., 2003, *Controlling controlling shareholders*, University of Pennsylvania Law Review, vol. 152, s. 758-827.
- Guedhami O., Mishra D., 2009, *Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International Evidence*, The Financial Review, vol. 44., s. 489-524.
- Holderness C., 2007, *The myth of diffuse ownership in the United States*, The Review of Financial Studies, vol. 32, no. 4, s. 1377-1408.
- Holderness C., Sheehan D., 1998, *The role of majority shareholders in publicly held corporations*, Journal of Financial Economics, vol. 20, s. 317-346.
- Kim W., Black B., Jang H., 2006, *Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea*, Journal of Law, Economics and Organization, vol. 22, no. 2.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny, 1998, *Law and finance*, Journal of Political Economy, vol. 106, no. 6, s. 1113-1155.
- Mallin C., 2004, *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford, s. 9-16
- Mallin Ch., 2010, *Institutional and other shareholders*, [w:] Baker H., Anderson R. (red.) *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, s. 391-408.
- Morck R., Yeung B., 2009, *Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance*, Annual Review of Financial Economics, Annual Reviews, vol. 1, no. 1, s. 145-179.
- O'Connor T., 2013, *The relationship between dividend payout and corporate governance along the corporate life-cycle*, International Journal of Corporate Governance, vol. 4, no. 1, s. 20-50.
- Schulze W., Lubatkin M., Dino R., Buchholtz A., 2001, *Agency relationships in family firms: Theory and evidence*, Organization Science, vol. 12, s. 99-116.
- Shleifer A., Vishny R., 1997, *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, vol. 52, s. 737-783.
- Su Y., Xu D., Phan P., 2008, *Principal-principal conflict in the governance of the Chinese public corporation*, Management and Organization Review, vol. 4, no. 1, s. 17-38.
- Urbanek P., 2009, *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego, Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Uniwersytet Gdański, Prace Naukowe, nr 1.
- Van Essen M., Heugens P., Van Oosterhout H., Otten J., 2012, *An institution-based view of executive compensation: A multilevel meta-analytic test*, Journal of International Business Studies, vol. 43, s. 396-423.
- Young M., Peng M., Ahlstrom D., Bruton G., Jiang Y., 2008, *Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective*, Journal of Management Studies, vol. 45, s. 196-220.