Mirosław Hamrol, Bartosz Ochocki

Wpływ struktury własności na efektywność gospodarowania polskich spółek giełdowych w latach 2003-2006

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 259-269

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA NR 9

MIROSŁAW HAMROL
BARTOSZ OCHOCKI

WPŁYW STRUKTURY WŁASNOŚCI NA EFEKTYWNOŚĆ GOSPODAROWANIA POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH W LATACH 2003-2006

Wprowadzenie

Wraz z powstaniem i wzrostem międzynarodowych korporacji, rozwojem rynków kapitałowych i rozdrobnieniem akcjonariatu pojawiła się nowa warstwa społeczna profesjonalnych zarządców (menedżerów) trudniących się zawodowo kierowaniem przedsiębiorstwami. Do pierwotnego rozdziału własności i pracy doszedł rozdział własności i zarządzania. Ponieważ odseparowanie tych funkcji niosło ze sobą możliwości powstania konfliktów na tle różnicy interesów pomiędzy poszczególnymi grupami zaangażowanymi w działalność przedsiębiorstwa, podjęto badania mające na celu wskazanie problemów wynikających z rozdziału praw i obowiązków oraz sposobów ich rozwiązywania.

Kwestia kontroli służącej zapewnieniu spełnienia podstawowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja zwrotu z zainwestowanego przez właścicieli kapitału, powszechnie prezentowana jest w literaturze i praktyce pod pojęciem nadzoru korporacyjnego. Podwaliny pod rozwój tej koncepcji stworzyły neoinstytucjonalne teorie ekonomii, w tym w szczególności teoria praw własności, teoria sygnałów oraz teoria agencji.

Podstawowym zadaniem nadzoru korporacyjnego jest ograniczenie konfliktów występujących pomiędzy dostawcami kapitału a kadrą zarządzającą przedsiębiorstwem, której celem jest ten kapitał pomnażać. Aby spełnić powyższy postulat, wykształcone zostały pewne mechanizmy oraz instytucje pełniące funkcje motywacyjne i kontrolne w stosunku do menedżerów.

Jednym z takich mechanizmów jest struktura własności odnosząca się do rzeczywistych możliwości ingerencji akcjonariuszy w zachowania kadry zarządzającej i kontroli jej działań oraz determinująca występowanie konfliktów pomiędzy poszczególnymi typami udziałowców.

Badania w omawianym zakresie prowadzone od lat 20-stych XX wieku polegają między innymi na analizie zależności między strukturą akcjonariatu (w rozumieniu jej koncentracji oraz występowania wśród udziałowców określonych grup inwestorów) a wartościami i wskaźnikami obrazującymi sprawność funkcjonowania przedsiębiorstw. Zapoczątkowane przez A. Berle'go i G. Means'a[1] prace kontynuowali analizując rynek amerykański m.in. D. Kamerschen[2], R. Larner[3], D. James i M. Soref[4]. W Europie podobne badania prowadzili m.in. Ø. Bøhren i B. Ødegaard[5] (Norwegia) oraz W. Lehman i J. Weigand[6] (Niemcy), a w Azji podczas kryzysu finansowego M. Lemmon i K. Lins[7].

Celem niniejszego opracowania jest prezentacja wyników badań nad wpływem koncentracji własności na sprawność funkcjonowania przedsiębiorstwa na podstawie wyselekcjonowanej próby 28 polskich spółek publicznych z siedmiu sektorów gospodarki (po cztery z każdego sektora) podzielonej na dwie grupy: spółki posiadające akcjonariusza większościowego lub akcjonariat rozproszony). Do oceny efektywności przedsiębiorstw wykorzystano wybrane wskaźniki rentowności, płynności, sprawności, zadłużenia, poznański model analizy dyskryminacyjnej oraz współczynnik Q Tobina.

---

[1] Por. A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co., Nowy Jork, 1932.

[2] Por. D.R. Kamerschen, *The Influence of Ownership and Control on Profit Rates*, American Economic Review 85, 1968, s. 432-447.

[3] Por. R.J. Larner, *Management Control and the Large Corporation*, Dunellen, Nowy Jork, 1970

[4] Por. D.R. James, M. Soref, Profit Constraints on Managerial Autonomy: Managerial Theory and the Unmaking of the Corporation President, American Sociological Re-view 46, 1981, s. 1-18.

[5] Por. Ø. Bøhren, B.A. Ødegaard, *Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms*, Research Reports No 11/2001, Norwegian School of Manage-ment, Sandvika, 2001 [za:] M. Gruszczyński, *Ekonometria nadzoru korporacyjnego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2003, s. 6

[6] Por. W. Lehmann, J. Weigand, *Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany*, European Finance Review, 4, 157-195, 2000 [za:] M. Gruszczyński, op. cit. s. 7

[7] Por. M. Lemmon, K. Lins, *Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis*, William Davidson Working Paper, no. 393. 2001 [za:] M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak, *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW,* PFGC, Gdynia 2005, s.10.

Statystyczną weryfikację postawionych hipotez przeprowadzono wykorzystując testy istotności dla dwóch wartości oczekiwanych a siłę współzależności określono przy pomocy dwuseryjnego punktowego współczynnika zbieżności dwóch cech.

Populacja badawcza i metodologia badań

Badanie, którego wyniki prezentowane są w niniejszym opracowaniu, obejmowało kilka etapów. W pierwszej kolejności zdefiniowano populację, którą stanowiło 288 spółek publicznych z 17 sektorów[8] skatalogowanych według podziału stosowanego przez GPW.

Na podstawie informacji o aktualnym[9] akcjonariacie oraz uwzględniając wszelkie przeszłe zmiany w jego składzie dokonano kwalifikacji każdego z podmiotów do jednej z dwóch grup: przedsiębiorstw kontrolowanych przez właścicieli lub menedżerów.

Z przeprowadzeniem podziału związane było wyznaczenie wartości progowej różnicującej dwie grupy. Za wielkość zapewniającą akcjonariuszowi kontrolę nad przedsiębiorstwem uważana jest powszechnie zwykła większość głosów, czyli 50% + 1 głos[10]. Jednak z uwagi rozproszenie pozostałych udziałów wśród wielu inwestorów, istnieją przesłanki wskazujące, iż już kilka procent udziałów w ogólnej liczbie głosów wystarcza, aby posiadać decydujący wpływ na przedsiębiorstwo. Ponieważ w wielu przypadkach określenie tego progu jest trudne i zależy od charakterystyki struktury własności danego podmiotu, przyjęto wielkość wyznaczoną przez A. Berle'go i G. Means'a[11] wynoszącą 20%[12] udziału w głosach na WZA.

---

[8] Przy definiowaniu populacji pominięto spółki zaklasyfikowane do sektora finansowego, z uwagi na specyficzną działalność jaką prowadzą te podmioty.
[9] Aktualnym na dzień przeprowadzenia badania, tj. 31.03.2007
[10] Zarówno kodeks spółek handlowych jak i statut spółki mogą uzależniać skuteczność prawną niektórych działań właścicieli od innego progu lub/i zachowania quorum.
[11] Por. A. Berle, G. Means, op. cit.
[12] Wartość ta charakteryzowała rynek amerykański w na początku lat 30 ubiegłego wieku, który już wtedy cechował się wyższym rozproszeniem akcjonariatu niż niektóre współczesne rynki kapitałowe Europy kontynentalnej. Niemniej jednak uznając trafność badań Berle'go i Means'a oraz z powodu braku alternatywy, w badaniu wykorzystano wskazaną wartość jako progową przy określaniu podziału między przedsiębiorstwami kontrolowanymi przez właścicieli i kadrę menedżerską.

Oczywiście sam fakt posiadania pakietu akcji wystarczającego do kierowania przedsiębiorstwem nie oznacza, iż takie działania są zawsze aktywnie podejmowane. Niemniej jednak, już sama możliwość dokonywania kontroli przez akcjonariuszy dominujących powinna działać motywującą na zarząd, a w przypadku faktycznej ingerencji wskazywać na zachowania głównych właścicieli względem reszty inwestorów, w tym akcjonariuszy mniejszościowych.

Analiza materiału powstałego w wyniku powyższego procesu doboru próby wykazała, iż w badanym okresie aż trzy na cztery spółki posiadały właściciela dominującego. Problemem na wstępnym etapie badania okazała się zatem niska liczba spółek charakteryzujących się akcjonariatem rozproszonym. Wynosiła ona (nie uwzględniając podmiotów, w których dokonała się zmiana formy własności) tylko 8% (22 spółki). Istotnym przy doborze próby okazał się fakt, iż w 39-ciu spółkach w ciągu badanego okresu nastąpiła zmiana struktury ze skoncentrowanej na rozproszoną.

Analizując populację w przekroju branżowym potwierdzono niski udział spółek charakteryzujących się kontrolą menedżerską w każdym z sektorów. Przykładowo, wśród 15 spółek tworzących sektor bankowy, wszystkie podmioty posiadały w strukturze własności akcjonariusza dominującego. Najwyższy w próbie udział spółek o rozproszonym akcjonariacie charakteryzował sektor paliwowy i wynosił 25%. Powyżej 15% spółek zaliczanych do grona kontrolowanych przez menedżerów w całym badanym okresie znalazło się także w sektorach budownictwo (15,4%), przemysł elektromaszynowy (17,7%), przemysł lekki (16,7%) i media (18,8%).

Wielowymiarowa analiza materiału empirycznego pozwoliła na wyselekcjonowanie do badania 28 spółek z siedmiu sektorów. Niewielka liczba spółek o dostatecznie rozproszonym akcjonariacie na polskim rynku kapitałowym oraz przyjęta metodologia badania (pary spółek w ujęciu sektorowym) mająca na celu wyeliminowanie wpływu innych zmiennych na wynik analiz spowodowały znaczne zawężenie próby. Badaniem objęto lata 2003-2006. Zbiór wytypowanych przedsiębiorstw przedstawia Tabela 1.

Na podstawie zgromadzonych informacji dokonano następnie oszacowania wielkości służących określeniu efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw. W tym celu wykorzystano następujące wielkości: wskaźniki rentowności sprzedaży na poziomie zysku netto, zysku ze sprzedaży netto oraz zysku operacyjnego, wskaźniki rentowności aktywów i kapitałów własnych, współczynnik Q

Tobina, model poznański analizy dyskryminacyjnej[13], wskaźnik płynności bieżącej, okresy obrotu zapasami, ściągania należności oraz spłaty zobowiązań, wskaźniki zadłużenia aktywów oraz kapitału własnego[14].

Kolejnym etapem poprzedzającym statystyczne badania siły, kierunku i istotności zależności było dokonanie oceny charakterystyk rozkładów zmiennych. Stwierdzono, iż rozkłady są zbliżone do normalnych pomimo częstej lewoskośności.

Pierwszym etapem analizy statystycznej było zbadanie korelacji zależności między formą własności a wartościami odpowiednich wskaźników. Dychotomiczną zmienną jakościową w badaniu stanowiła alternatywa formy własności natomiast zmienne metryczne reprezentowały wartości odpowiednich wskaźników. Do obliczeń wykorzystano dwuseryjny punktowy współczynnik zbieżności dwóch cech: Konstrukcja wzoru (przyjęta kolejność wartości średnich) zakładała, iż znak dodatni wyniku badania oznaczał korelację wskazującą na wyższe kształtowanie się wartości średnich w grupie przedsiębiorstw kontrolowanych przez menedżerów, znak ujemny wskazywał na istnienie odwrotnej zależności. Wartość wskaźnika znacząco różna od zera interpretowana jest jako zachodzenie wyższej współzależności występowania cech[15].

Istotność różnicy średnich pomiędzy grupami weryfikowano wykorzystując parametryczne testy istotności dla dwóch wartości oczekiwanych. Do obliczeń wykorzystano statystykę t.

W dalszej kolejności weryfikacji statystycznej poddano hipotezy o równości wartości oczekiwanych poszczególnych wskaźników w grupie przedsiębiorstw scharakteryzowanych jako nadzorowane przez właścicieli lub kontrolowane przez menedżerów. W celu wykazania istnienia istotniej statystycznie różnicy w kształtowaniu się wartości oczekiwanych w populacjach oraz zidentyfikowanie jej kierunku przeprowadzono trzy testy istotności o różnych hipotezach alternatywnych.

Hipoteza alternatywna pierwszego testu została skonstruowana tak, aby odrzucenie hipotezy zerowej wskazywało na istnienie statystycznie istotnej różni-

[13] M .Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki, *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, Przegląd Organizacji, 6/2004

[14] Zastosowanie w analizie zarówno wskaźników opartych na historycznych danych księgowych jak i uwzględniającego oczekiwania inwestorów wskaźnika Q Tobina pozwala ocenić podejmowane przez spółkę działania w różnych perspektywach czasowych.

[15] Por. M.Sobczyk, *Statystyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s.250-252

cy między wartościami oczekiwanymi w badanych populacjach. Drugi wariant zakładał weryfikację hipotezy o równości wartości oczekiwanych w obu populacjach wobec hipotezy o wyższych wartościach oczekiwanych w grupie przedsiębiorstw nadzorowanych przez właścicieli.

Tabela 1. Spółki wytypowane do próby badawczej

Nazwa spółki	Kontrola	Sektor
Elektrobudowa SA	menedżerska	budownictwo
Elektromontaż-Export SA		
Naftobudowa SA	właścicielska	
Pemug SA		
Korporacja Gospodarcza Efekt SA	menedżerska	handel
TIM SA		
Alma Market SA	właścicielska	
Stalprofil SA		
ComputerLand SA	menedżerska	informatyka
Computer Service Support SA		
Macrosoft SA (Macrologic SA)	właścicielska	
Prokom Software SA		
Muza SA	menedżerska	media
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne SA		
Agora SA	właścicielska	
TVN SA		
Apator SA	menedżerska	przemysł elektromaszynowy
Hydrotor SA		
Amica Wronki SA	właścicielska	
ZPUE B. Wypychewicz SA		
Zakłady Odzieżowe BYTOM SA	menedżerska	przemysł lekki
Lubawa SA		
Novita SA	właścicielska	
Sanwil SA		
Zakłady LENTEX SA	menedżerska	sektor materiałów budowlanych
Tras Intur SA		
Decora SA	właścicielska	
Krośnieńskie Huty Szkła KROSNO SA		

Źródło: opracowanie własne

W trzecim przypadku hipoteza alternatywna miała wytypować wskaźniki, których wyższe wartości oczekiwane charakteryzują grupę spółek kontrolowanych przez menedżerów.

Wyniki badań

Podsumowanie uzyskanych wyników porównań wartości wybranych wskaźników oraz oceny wskazań testów statystycznych w grupach spółek o kontroli właścicielskiej i menedżerskiej zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2. Podsumowanie uzyskanych wyników porównań wartości wybranych wskaźników oraz ocen wskazań testów statystycznych w grupach spółek o kontroli właścicielskiej i menedżerskiej

Wyszczególnienie	Forma kontroli, dla której średnie wartości wskaźników osiągnęły wyższe wartości	Procentowa różnica w ujęciu bezwzględnym	Ocena stopnia korelacji	Ocena istotności różnicy
ROS (N)	właścicielska	1887%	3	2
ROS (SN)	właścicielska	325%	6	6
ROS (O)	właścicielska	296%	4	4
ROA	właścicielska	120%	3	2
ROE	właścicielska	109%	3	1
Q	menedżerska	1%	0	0
MP	właścicielska	7%	0	0
PB	menedżerska	41%	4	3
OUZ	menedżerska	97%	5	4
OSN	menedżerska	31%	4	3
ORZ	menedżerska	37%	3	2
ZA	menedżerska	7%	1	0
ZKW	menedżerska	26%	2	0

Źródło: opracowanie własne; Ocen dokonano na podstawie wartości bezwzględnych dla klasyfikacji stopnia korelacji: 0 dla przedziału <0%;5%), 1 – <5%;10%), 2 – <10%;15%), 3 – <15%;20%), 4 – <20%;25%), 5 – <25%;30%), 6 – <30%;35%); dla istotności, na podstawie różnic wartości bezwzględnych między otrzymanymi istotnymi wskazaniami testów a wartościami krytycznymi: 0 przy wartościach ≤ 0, 1 – (0;0,5), 2 – <0,5;1), 3 – <1;1,5), 4 – <1,5;2), 5 – <2;2,5), 6 – <2,5;3);

Przyjęte oznaczenia: ROS (N) – rentowność sprzedaży na poziomie zysku netto, ROS (SN) – rentowność sprzedaży na poziomie zysku netto ze sprzedaży, ROS (O) – rentowność sprzedaży na poziomie zysku operacyjnego, ROA – rentowność aktywów, ROE – rentowność kapitałów własnych, Q – współczynnik Q Tobina, MP – model poznański, PB – płynność bieżąca, OUZ – okres utrzymywania zapasów, OSN – okres spłaty należności, ORZ – okres regulacji zobowiązań, ZA – zadłużenie aktywów, ZKW – zadłużenie kapitału własnego

Tabela 2 przedstawia zestawienie badanych wielkości wraz z informacjami, która grupa przedsiębiorstw cechowała się wyższymi wartościami poszczególnych wskaźników oraz jaka była procentowa różnica w ujęciu bezwzględnym między wynikami dla obydwu grup. Dodatkowo dokonano oceny stopnia korelacji między wartością każdego ze wskaźników a formą kontroli oraz oceny istotności różnicy wartości wskaźników w zależności od formy kontroli w skali od 0 do 6.

Z danych zawartych w tabeli 2 wynika, iż spółki z próby zaliczone do grupy kontrolowanych przez właścicieli charakteryzowały się wyższymi wartościami wszystkich analizowanych wskaźników rentowności przy czym zależność została uznana za statystycznie istotną. Podobna sytuacja w przypadku spółek o rozproszonym akcjonariacie dotyczyła wskaźnika płynności bieżącej oraz okresów obrotów zapasami, ściągania należności oraz regulacji zobowiązań. Niewielkie różnice pomiędzy analizowanymi grupami podmiotów w zakresie współczynnika Q Tobina, modelu poznańskiego analizy dyskryminacyjnej oraz wskaźników zadłużenia nie wykazały statystycznej istotności.

Na podstawie uzyskanych wyników można przyjąć, iż posiadanie przez spółkę akcjonariusza dominującego oddziałuje pozytywnie na wyniki finansowe oraz sprawności gospodarowania zasobami przedsiębiorstwa, co jest zgodne z założeniami teorii agencji. Skoncentrowana struktura własności, jako mechanizm nadzoru korporacyjnego, niweluje więc konflikt interesów między inwestorami a działającym w ich imieniu zarządem.

Nie wpływa to jednak na ocenę spółki przez rynek, który, jak wskazują zbliżone dla obu grup wartości współczynnika Q Tobina, nie uwzględnia informacji o wyższej zyskowności przedsiębiorstw posiadających akcjonariusza dominującego w ich wycenie. Powyższe wynikać może z faktu obawy potencjalnych udziałowców mniejszościowych o nieposzanowanie ich interesów przez podmiot dominujący i próbę czerpania indywidualnych korzyści z przedsiębiorstwa, co również jest zgodne z wymienionymi na wstępie teoriami z zakresu kosztów agencji.

Pozostałe badane zmienne zależne, czyli ryzyko związane z dźwignią finansową oraz prawdopodobieństwo upadłości przedsiębiorstwa również nie wykazują istotnych różnic w badanych grupach. Przedsiębiorstwa o rozproszonym i skoncentrowanym akcjonariacie korzystają w podobnym stopniu z zewnętrznych źródeł pozyskania kapitału. Nie stwierdzono również przesłanek

wskazujących na wyższą możliwość bankructwa którejś z badanych pod względem formy kontroli grup.

Podsumownie

Podsumowując uzyskane rezultaty można stwierdzić, iż przedsiębiorstwa posiadające akcjonariusza dominującego (a więc zaliczone do grupy kontrolowanych przez właścicieli) charakteryzują się wyższą od przedsiębiorstw o rozproszonym akcjonariacie efektywnością w zakresie rentowności i sprawności gospodarowania, co potwierdzają wyższe stopy zwrotu z aktywów, kapitałów własnych oraz sprzedaży jak i krótsze okresy ściągania należności, rotacji zapasów i spłaty zobowiązań. Nie wykazano natomiast istotnych statystycznie różnic dla współczynnika Q Tobina, modelu poznańskiego analizy dyskryminacyjnej oraz poziomu zadłużenia.

Uzyskane wyniki wskazują na pozytywną rolę akcjonariusza dominującego w motywowaniu zgodnych z interesem wszystkich właścicieli zachowań i działań zarządu. Nie wskazują natomiast na wykorzystywanie przez inwestorów większościowych swojej uprzywilejowanej pozycji w celu czerpania korzyści kosztem akcjonariatu mniejszościowego, chociaż brak odzwierciedlenia wyższej efektywności funkcjonowania spółek o kontroli właścicielskiej w cenach akcji wskazywać może na występowanie obaw innych uczestników rynku kapitałowego przed tego typu działaniem. Można zatem przyjąć, iż określona struktura własności wywiera wpływ na sposób funkcjonowania przedsiębiorstwa i jego ocenę przez rynek nawet wtedy, gdy nie są podejmowane żadne działania ze strony akcjonariusza większościowego, a istnienie tylko taka ewentualność.

Na zakończenie należy również zwrócić uwagę na zasygnalizowane problemy natury metodologicznej. Możliwość wyselekcjonowania (przy zachowaniu przyjętych kryteriów podziału branżowego, czasowego i koncentracji własności) próby w skład której wchodzi 28 podmiotów oraz jednorodność populacji (duże podmioty notowane publicznie) może wpływać na uzyskane wyniki. Rezultaty badania można zatem traktować jako reprezentatywne dla spółek publicznych. Przenoszenie ich na ogół podmiotów gospodarczych w Polsce nie jest zatem uzasadnione. Przeprowadzenie podobnych analiz na większej ilości spółek należących do całej populacji przedsiębiorstw w Polsce znacznie podniosłoby wartość poznawczą badania, jednak z uwagi na brak dostępnych danych jest to obecnie trudne lub wręcz niemożliwe do zrealizowania.

Literatura

1. Aluchna, M., Dzierżanowski, M., Przybyłowski, M., Zamojska-Adamczak, A., *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, PFGC, Gdynia 2005.
2. Berle, A., Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co., Nowy Jork 1932.
3. Bøhren, Ø., Ødegaard, B.A., *Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms,* Research Reports No 11/2001, Norwegian School of Management, Sandvika, 2001.
4. Gruszczyński, M., *Ekonometria nadzoru korporacyjnego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2003.
5. Hamrol M., Czajka, B., i Piechocki, M., *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej.* Przegląd Organizacji 6/2004.
6. James, D.R., Soref, M., *Profit Constraints on Managerial Autonomy: Managerial Theory and the Unmaking of the Corporation President*, American Sociological Re-view 46, 1981.
7. Kamerschen, D.R., *The Influence of Ownership and Control on Profit Rates*, American Economic Review 85, 1968.
8. Larner, R.J., *Management Control and the Large Corporation*, Dunellen, Nowy Jork, 1970.
9. Lehmann, W., Weigand, J., *Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany*, European Finance Review, 4, 2000.
10. Lemmon, M., Lins, K., *Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis,* William Davidson Working Paper, no. 393. 2001.
11. Sobczyk, M., St*atystyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

STRESZCZENIE

Podstawowym zadaniem nadzoru korporacyjnego jest ograniczenie konfliktów występujących pomiędzy dostawcami kapitału a kadrą zarządzającą przedsiębiorstwem, której celem jest ten kapitał pomnażać. Aby spełnić powyższy postulat, wykształcone

zostały pewne mechanizmy oraz instytucje pełniące funkcje motywacyjne i kontrolne w stosunku do menedżerów. Jednym z takich elementów jest struktura własności odnosząca się do rzeczywistych możliwości ingerencji akcjonariuszy w zachowania kadry zarządzającej i kontroli jej działań oraz determinująca występowanie konfliktów pomiędzy poszczególnymi typami udziałowców. Niniejsze opracowanie przedstawia wyniki badań w zakresie wpływu struktury własności (w rozumieniu posiadania przez spółkę akcjonariusza większościowego lub akcjonariatu rozproszonego) na efektywność i sprawność funkcjonowania wybranych spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

IMPACT OF THE OWNERSHIP STRUCTURE ON EFFICIENCY OF POLISH LISTED COMPANIES IN YEARS 2003-2006

SUMMARY

The basic task of the corporate governance is to minimise conflicts occurring between suppliers of the capital and companies' managers, whose main task is to multiply provided funds. In order to fulfil this postulate appropriate mechanisms and institutions have been developed to motivate and control managers. One of such components is the ownership structure relating to the actual possibilities of influence of shareholders on managers' behaviour and determining occurrences of conflict between different types of shareholders. This paper presents results of the research examining impact of the ownership structure (majority or dispersed shareholders) on efficiency and effectiveness of selected group of public companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

Translated by M. Hamrol

Dr hab. Prof AE Mirosław Hamrol
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu
miroslaw.hamrol@ae.poznan.pl

Mgr Bartosz Ochocki
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu