

*Michał Zator
Paweł Maryniak*

STRUKTURA WŁAŚCICIELSKA A RENTOWNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTW. PRZYKŁAD Z RYNKU POLSKIEGO

1. Wstęp

Rozwój rynków kapitałowych i wzrost bogactwa społeczeństw sprawiły, że własność środków produkcji jest znacznie bardziej powszechna niż dawniej. Liczne spółki akcyjne cechują się bardzo rozdrobnionym akcjonariatem, w innych kluczową rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, którzy (jak w przypadku funduszy inwestycyjnych) także często dysponują środkami wielu drobnych inwestorów. Oba przypadki, w połączeniu z podstawową cechą spółek akcyjnych, tj. rozdzieleniem sfery własności od sfery zarządzania, prowadzą do powstania problemu pana i sługi i wyraźnego ograniczenia możliwości skutecznego sprawowania kontroli właścicielskiej. Leżące u podstaw tradycyjnego kapitalizmu pragnienie wzrostu wartości spółki w długim okresie nie jest już często główną motywacją ludzi kierujących przedsiębiorstwem.

Krytycy wskazują, że występowanie tych słabości może prowadzić do licznych nadużyć. Za przykład wskazywana jest często afera Enronu bądź olbrzymie straty instytucji finansowych w czasie ostatniego kryzysu. Biorąc pod uwagę te przykłady i opierając się na podobieństwach do przyczyn niepowodzeń gospodarki centralnie planowanej, można przypuszczać, że przedsiębiorstwa o rozdrobnionym akcjonariacie lub z większościowym akcjonariuszem niebędącym osobą fizyczną są mniej efektywne, bo kontrola właścicielska jest w nich niewystarczająco skuteczna. Naturalnie kontrola ta jest najskuteczniejsza w przedsiębiorstwach,

w których większościowy udział ma jedna osoba prywatna lub mała grupa takich osób (np. rodzina), które są zainteresowane wzrostem wartości przedsiębiorstwa i jego długofalowym rozwojem. Można zatem postawić następującą hipotezę: spółki, w których większościowym akcjonariuszem jest niewielka grupa osób prywatnych, są bardziej efektywne niż przeciętna spółka, co przejawia się m.in. w osiągnięciu wyższej rentowności.

W niniejszym opracowaniu przedstawiamy empiryczną próbę weryfikacji tej hipotezy na podstawie grupy spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W drugim punkcie prezentujemy krótki przegląd literatury dotyczącej omawianego tematu oraz przyjętą metodykę badania. W trzecim punkcie przedstawiamy uzyskane wyniki, natomiast czwarty punkt zawiera podsumowanie i wnioski.

2. Przegląd literatury i metodyka

2.1. Dotychczasowe badania

Związek pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością przedsiębiorstwa jest przedmiotem zainteresowania ekonomistów już od lat 30. XX w., kiedy to opublikowane zostały pionierskie prace A. Berle'a i G. Meansa [1932] i R.H. Coase'a [1937]. Związek ten może być jednak rozpatrywany z wielu różnych stron. Liczne badania (np. [Jensen i Meckling 1976]) koncentrują się na efekcie, jaki na przedsiębiorstwo wywiera posiadanie akcji¹ przez menedżerów i pracowników. Równie często poruszany jest problem zależności pomiędzy efektywnością a dominacją inwestora zagranicznego (np. dla rynku czeskiego [Jurajda i Stancík 2009]) lub też własnością państwową [OECD 2005]. W kontekście ostatniego kryzysu bardzo interesujący jest natomiast wpływ, jaki na efektywność przedsiębiorstwa wywiera istnienie dominującego akcjonariusza i rodzaj jego osobowości. Przez rodzaj osobowości rozumie się tutaj bycie osobą fizyczną, grupą osób fizycznych (np. rodziną) bądź inwestorem instytucjonalnym (np. funduszem inwestycyjnym) czy publiczną osobą prawną. Przegląd literatury pozwala wyróżnić dwa efekty, które mogą tłumaczyć obserwowane zależności pomiędzy rodzajem osobowości dominującego akcjonariusza a efektywnością spółki.

Z jednej strony skoncentrowanie udziałów w rękach osoby prywatnej pozwala na aktywniejszą i bardziej efektywną kontrolę właścicielską, dzięki czemu decyzje podejmowane są z większą starannością i spółka osiąga lepsze wyniki. Gdy dominującym właścicielem jest osoba prawna, uzyskiwane przez przedsiębior-

¹ Ponieważ niniejsze badanie, tak jak zdecydowana większość dotychczasowych prac, dotyczy spółek akcyjnych, terminy „przedsiębiorstwo” i „spółka” będą stosowane wymiennie i będą w domyśle oznaczać spółkę akcyjną.

stwo wyniki mogą być gorsze, ze względu na rozmycie odpowiedzialności, brak bezpośredniej motywacji i mniejsze zaangażowanie pracowników najemnych sprawujących w imieniu instytucji kontrolę właścicielską.

Z drugiej jednak strony koncentracja własności w rękach osoby prywatnej (lub niewielkiej grupy takich osób) zmniejsza kreatywność menedżerów i sprawia, że wyniki przedsiębiorstwa nie są nadrzędne wobec interesów dominującego akcjonariusza (które często, ale nie zawsze, są zbieżne). Wyraźna dominacja jednej osoby może sprawić, że brakuje innych, istotnych akcjonariuszy, którzy wywierają presję na efektywne działanie.

W większości prac uzyskiwane wyniki wskazują na pewną hybrydę pozytywnych i negatywnych efektów dominacji osoby fizycznej w akcjonariacie. W przeważającej części autorzy dowodzą istnienia pozytywnego wpływu dominacji osób fizycznych, który objawia się jednak tylko pod pewnymi warunkami. Wpływ ten może zależeć np. od charakteru zaangażowania dominujących akcjonariuszy. B. Maury [2006] na przykładzie spółek z zachodniej Europy wskazuje, że gdy rodzina bądź osoba fizyczna aktywnie uczestniczy w zarządzaniu przedsiębiorstwem, pozytywnie wpływa to na jego wyniki. Jeśli jednak właściciele są pasywni i nie biorą czynnego udziału w zarządzaniu, żadna istotna zależność nie może być zaobserwowana. Podobne wyniki uzyskuje C. Andres [2008] dla rynku niemieckiego. Zauważa on też, że pozytywny efekt właścicielstwa osoby fizycznej jest widoczny szczególnie wtedy, gdy osoba ta jest jednocześnie założycielem przedsiębiorstwa. Uwagę na bycie założycielem zwracają również B. Villalonga i R. Amit [2006], którzy obserwują pozytywny efekt prywatnego właścicielstwa, gdy dominujący akcjonariusz jest założycielem i jednocześnie dyrektorem lub prezesem zarządu spółki (w amerykańskich warunkach te dwie funkcje są często rozdzielone). Co ciekawe, jeżeli dominującym akcjonariuszem jest potomek właściciela, istotny statystycznie pozytywny efekt nie jest już obserwowany.

Jeszcze inną zależność, na przykładzie rynku chilijskiego, odkrywają F. Silva i N. Majluf [2007]. Twierdzą oni, że gdy rodzina jest dominującym akcjonariuszem, ale jej udział jest relatywnie niski, wpływ na wyniki przedsiębiorstwa jest pozytywny. Jest on jednak negatywny, jeżeli rodzina jest dominującym akcjonariuszem, a jej łączny udział w spółce jest bardzo wysoki. Wyjaśnieniu tej zależności może służyć teoria, według której własność rodzinna może być bardziej efektywna, jednak do zajścia tego efektu potrzebne jest istnienie kontroli rynkowej w postaci obcych akcjonariuszy o w miarę silnej (choć nie dominującej) pozycji. Dzięki temu interesy spółki nie mogą być w pełni podporządkowane rodzinie, a presja i obowiązki wobec pozostałych akcjonariuszy zwiększają przejrzystość decyzji i ich nastawienie na maksymalizację wartości spółki. Podobny efekt opisują M. King i E. Santor [2008], badając rynek kanadyjski. Ich zdaniem wartość rynkowa spółek rodzinnych jest niższa niż pozostałych, ponieważ uczestnicy

rynku niechętnie inwestują w przedsiębiorstwa ściśle podporządkowane interesom osoby właściciela.

Należy też zwrócić uwagę na istnienie badań, które bez dodatkowych warunków opisują wpływ rodzinnej własności na wyniki spółki. Dla rynku hiszpańskiego pozytywny wpływ opisali A. Minguez-Vera i J. Martin-Ugedo [2007], zaś dla rynku pakistańskiego A. Javid i R. Iqbal [2008]. Z drugiej jednak strony V.O. Ongore [2011] na przykładzie rynku kenijskiego wskazuje na pozytywną stronę obecności dominującego akcjonariusza będącego inną spółką akcyjną, podkreślając jednocześnie negatywny wpływ koncentracji własności *per se*.

Tak duża różnorodność uzyskiwanych wyników, które wzajemnie się uzupełniają, zazwyczaj nie stojąc w sprzeczności, skłania do przeprowadzenia kolejnych badań. W niniejszej pracy zbadamy, czy istnienie akcjonariusza większościowego będącego osobą fizyczną lub niewielką grupą osób fizycznych ma pozytywny wpływ na efekty działalności przedsiębiorstwa, wykorzystując w tym celu dane z rynku polskiego.

2.2. Opis metodyki badania

W badaniu pod uwagę brane są wszystkie przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dane pochodzą z bazy danych Amadeus. Łączna liczba uwzględnianych przedsiębiorstw jest równa 678. Rozpatrywany okres obejmuje lata 2005–2010. Liczba spółek z dostępnymi danymi w poszczególnych latach zaprezentowana jest w tabeli 1.

Za akcjonariusza większościowego na potrzeby niniejszego badania uznaje się małą grupę akcjonariuszy (np. rodzinę), w których posiadaniu znajduje się więcej niż 50% akcji spółki. Za małą grupę akcjonariuszy uznaje się jedną, dwie, trzy lub cztery osoby fizyczne lub też grupę mniejszą niż 10 osób fizycznych, będących rodziną. Taka klasyfikacja jest efektem założenia, że niewielka grupa wspólników (do 4 osób) powinna mieć te same cechy, które wyróżniają pojedynczą osobę fizyczną od akcjonariusza instytucjonalnego. Dodatkowo, biorąc pod uwagę praktykę rynkową, uznano, że rozłożenie własności na większą liczbę osób będących rodziną często nie ma związku z faktyczną rolą, jaką osoby te odgrywają w spółce. Dlatego też nawet stosunkowo duża (9–10 osób) grupa może przejawiać cechy podobne do pojedynczej osoby fizycznej w porównaniu z akcjonariuszem instytucjonalnym.

Rentowność przedsiębiorstw badana jest za pomocą wskaźników ROE i ROA (uzupełnieniem badania rentowności jest analiza wskaźnika Q-Tobina), zaś stosowane techniki statystyczne opisane są w miejscu przytoczenia uzyskanych za ich pomocą wyników.

3. Uzyskane wyniki

3.1. Uwagi ogólne

Tabela 1 przedstawia informacje o liczbie spółek, które zgodnie z przedstawioną wyżej metodologią można opisać jako posiadające akcjonariusza większościowego będącego niewielką grupą osób prywatnych. Dla uproszczenia w dalszej części spółki te będą nazywane „spółkami rodzinnymi”. Pozostałe spółki nie spełniły tych kryteriów i będą stanowić punkt odniesienia w przeprowadzanej analizie. Tabela 2 prezentuje wskaźniki ROE dla obu grup w poszczególnych latach, zaś tabela 3 – wartości ROA.

Tabela 1. Liczba spółek uwzględnianych w obliczaniu wartości średnich dla poszczególnych lat

| Spółki | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|
| Rodzinne | 57 | 83 | 112 | 146 | 172 | 170 |
| Pozostałe | 143 | 222 | 288 | 332 | 396 | 419 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Amadeus.

Tabela 2. Rentowność kapitałów własnych (ROE) (w %)

| Rok | Spółki rodzinne | | Spółki pozostałe | |
|------|-----------------|------------------------|------------------|------------------------|
| | średnia | odchylenie standardowe | średnia | odchylenie standardowe |
| 2005 | 30,63 | 34,59 | 18,17 | 83,54 |
| 2006 | 36,27 | 41,25 | 15,96 | 53,82 |
| 2007 | 32,03 | 45,27 | 16,43 | 31,09 |
| 2008 | 10,36 | 66,57 | -2,32 | 56,18 |
| 2009 | 3,67 | 59,59 | -3,34 | 78,67 |
| 2010 | 6,30 | 50,59 | -0,28 | 72,41 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Amadeus.

Tabela 3. Rentowność aktywów ogółem (ROA) (w %)

| Rok | Spółki rodzinne | | Pozostałe | |
|------|-----------------|------------------------|-----------|------------------------|
| | średnia | odchylenie standardowe | średnia | odchylenie standardowe |
| 2005 | 13,30 | 19,07 | 6,12 | 13,51 |
| 2006 | 13,38 | 18,63 | 7,78 | 12,38 |
| 2007 | 11,72 | 16,12 | 7,31 | 15,48 |
| 2008 | 3,59 | 18,59 | 0,21 | 19,68 |
| 2009 | 1,61 | 19,12 | 0,49 | 18,87 |
| 2010 | 5,77 | 16,47 | 2,32 | 19,30 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Amadeus.

W każdym z badanych lat średnia rentowność kapitałów własnych była wyższa dla spółek rodzinnych. Jednocześnie wyniki spółek w obu grupach cechują się bardzo dużym odchyleniem standardowym. Sugeruje to, że obserwowane różnice w rentowności mogą nie być istotne statystycznie. By to sprawdzić, posługujemy się testem *t* Welcha. Tabela 4 zawiera dane o istotności otrzymanych wyników.

Tabela 4. *P*-wartości dla testów równości średnich

| Wyszczególnienie | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>p</i> -value ROE | 0,00002 | 0,00000 | 0,00008 | 0,02797 | 0,15561 | 0,17431 |
| <i>p</i> -value ROA | 0,00002 | 0,00029 | 0,00435 | 0,06130 | 0,32949 | 0,10810 |

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, uzyskiwane istotności dla lat 2005–2007 są bardzo zadowalające. O ile wartości dla 2008 r. wciąż są akceptowalne, o tyle *p*-wartości dla lat 2009–2010 są wyraźnie wyższe niż powszechnie akceptowane poziomy istotności. Wynika to z tego, że średnia rentowność w tych latach była stosunkowo niska, podczas gdy odchylenie standardowe – wysokie na tle badanego okresu. Sugeruje to istnienie wielu obserwacji znacząco nietypowych od średniej. Z tego względu konieczne wydaje się przeprowadzenie analizy po wykluczeniu obserwacji nietypowych.

Identyfikacja obserwacji nietypowych odbywa się poprzez opuszczenie obserwacji, które nie mieszczą się w przedziale: $\langle Q_1 - 1,5 (Q_3 - Q_1); Q_3 + 1,5 (Q_3 - Q_1) \rangle$, gdzie Q_1 , Q_3 oznaczają odpowiednio pierwszy i trzeci kwartył. Liczba odrzuconych obserwacji waha się od 6% do 16% elementów pierwotnego zbioru. Wyniki uzyskane po odrzuceniu obserwacji nietypowych prezentowane są w tabelach 5 i 6, a także na rys. 1 i 2.

Można zauważyć, że po usunięciu obserwacji nietypowych prawidłowość dla rentowności kapitałów własnych została zachowana – spółki rodzinne każdorazowo cechują się wyższą średnią. W przypadku rentowności aktywów ogółem grupa pozostałych spółek charakteryzowała się wyższą średnią w jednym roku – 2009. Dla poprawnej analizy obserwowanych różnic przeprowadzamy jednak analizę istotności, tak jak uprzednio wykorzystując do tego test *t* Welcha. Wyniki prezentuje tabela 7.

W przypadku rentowności kapitałów własnych tylko 2009 r. cechuje się zdecydowanie niezadowalającą istotnością. Zauważmy, że jednocześnie jest to rok, w którym rentowność aktywów ogółem była wyższa dla spółek innych niż rodzinne, co stanowiło przeciwieństwo prawidłowości obserwowanej w pozostałych latach. W pozostałych latach ROE spółek rodzinnych jest istotnie większe od ROE pozostałych spółek na poziomie istotności 5%. Dodatkowo granicy 5% bliska jest jedynie wartość dla 2008 r. – w pozostałych czterech latach *p*-wartości są wyraźnie niższe.

Tabela 5. Rentowność aktywów własnych (ROE) po usunięciu obserwacji nietypowych (w %)

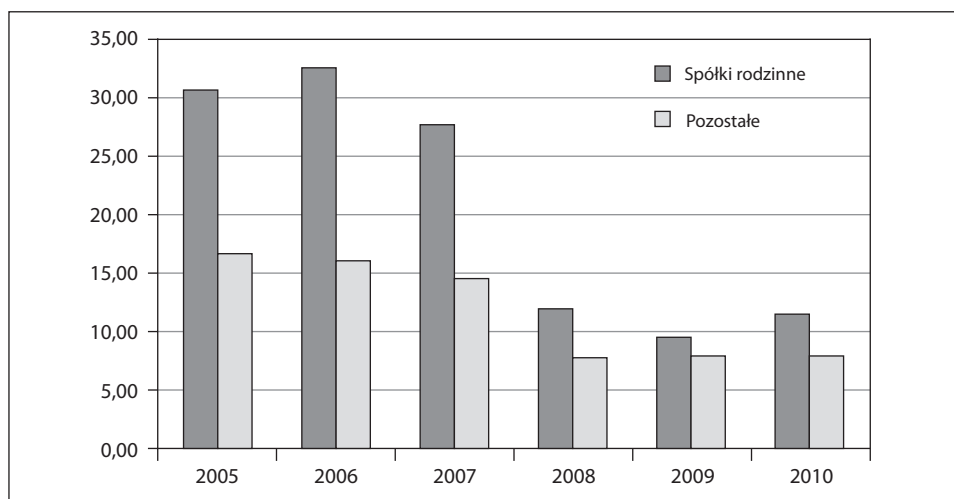
| Rok | Spółki rodzinne | | Pozostałe | |
|------|-----------------|------------------------|-----------|------------------------|
| | średnia | odchylenie standardowe | średnia | odchylenie standardowe |
| 2005 | 30,63 | 34,59 | 16,68 | 14,64 |
| 2006 | 32,64 | 23,80 | 16,07 | 15,22 |
| 2007 | 27,81 | 23,49 | 14,52 | 14,18 |
| 2008 | 11,90 | 26,26 | 7,75 | 18,07 |
| 2009 | 9,76 | 19,63 | 8,00 | 15,41 |
| 2010 | 11,50 | 13,83 | 7,81 | 12,52 |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 6. Rentowność aktywów ogółem (ROA) po usunięciu obserwacji nietypowych (w %)

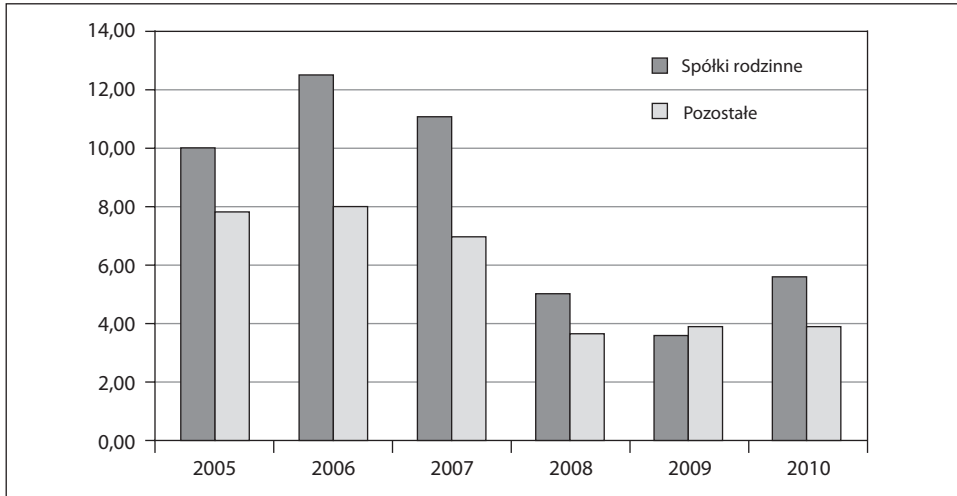
| Rok | Spółki rodzinne | | Pozostałe | |
|------|-----------------|------------------------|-----------|------------------------|
| | średnia | odchylenie standardowe | średnia | odchylenie standardowe |
| 2005 | 10,01 | 13,08 | 7,87 | 7,87 |
| 2006 | 12,55 | 10,61 | 8,05 | 8,07 |
| 2007 | 11,14 | 9,54 | 6,97 | 7,38 |
| 2008 | 5,01 | 11,43 | 3,65 | 9,29 |
| 2009 | 3,55 | 10,51 | 3,91 | 7,88 |
| 2010 | 5,58 | 7,58 | 3,91 | 7,08 |

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 1. Średnia rentowność aktywów własnych po usunięciu obserwacji nietypowych (w %)

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Średnia rentowność aktywów ogółem po usunięciu obserwacji nietypowych (w %)
 Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. P-wartości dla testów równości średniej

| Wyszczególnienie | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ROE | rodzinne (%) | 30,63 | 32,64 | 27,81 | 11,90 | 9,76 | 11,50 |
| | pozostałe (%) | 16,68 | 16,07 | 14,52 | 7,75 | 8,00 | 7,81 |
| | p-value | 0,00234 | 0,00000 | 0,00000 | 0,04989 | 0,16348 | 0,00272 |
| ROA | rodzinne (%) | 10,01 | 12,55 | 11,14 | 5,01 | 3,55 | 5,58 |
| | pozostałe (%) | 7,87 | 8,05 | 6,97 | 3,65 | 3,91 | 3,91 |
| | p-value | 0,13051 | 0,00048 | 0,00004 | 0,11524 | 0,65035 | 0,01118 |

Źródło: opracowanie własne.

Gorsze wyniki uzyskuje się dla rentowności aktywów ogółem. Istotna statystycznie różnica nie budzi wątpliwości jedynie w przypadku połowy badanego okresu. W dwóch innych latach (2005, 2008) obserwowana różnica, choć wciąż korzystna dla spółek rodzinnych, jest zbyt mała, by móc uznać ją za statystycznie istotną.

3.2. Wpływ wielkości

Choć testowanie statystyczne nie w każdym wypadku wykazało istotną różnicę w średniej rentowności, wydaje się, że na podstawie zaobserwowanych zależności można uznać, iż spółki rodzinne są bardziej rentowne od pozostałych spółek. Być może jednak zależność ta wynika z działania pewnej zmiennej ukrytej. Taką zmienną mogłaby być na przykład wielkość spółki. Jeśli spółki rodzinne

byłyby wyraźnie mniejsze od pozostałych spółek, ich wyższa rentowność mogłaby być spowodowana właśnie różnicą w wielkości. W istocie, średnia wartość aktywów spółek rodzinnych to 87 mln euro (mediana – 10 mln euro), zaś przychodów – 118 mln euro (mediana – 9,2 mln euro). Dla pozostałych spółek wielkości te są znacznie wyższe: średnie aktywa to 502 mln euro (mediana – 39 mln euro), a średnie przychody – 427 mln euro (mediana – 33 mln euro).

W rzeczywistości jednak przedsiębiorstwa o wartości aktywów poniżej 100 mln euro wcale nie osiągają wyższej rentowności kapitałów własnych. W tabeli 8 zamieszczono wskaźniki ROE dla grupy przedsiębiorstw małych (suma aktywów mniejsza niż 100 mln euro) i dużych (powyżej 100 mln). Jak łatwo zauważyć, dane te – choć bardzo ograniczone i oparte na arbitralnie wybranej granicy – w żadnym razie nie potwierdzają hipotezy o wyższej rentowności małych spółek.

Tabela 8. Rentowność kapitałów własnych w zależności od wielkości aktywów (w %)

| Spółki | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| Duże | 24,35 | 19,1 | 21,88 | 9,07 | 5,92 | 12,46 |
| Małe | 17,72 | 16,48 | 20,31 | 2,29 | 5,51 | 7,31 |

Źródło: opracowanie własne.

Hipotezy tej nie potwierdza również analiza regresji – po przyjęciu wartości aktywów za zmienną niezależną, a rentowności kapitałów własnych za zmienną zależną, otrzymany współczynnik regresji jest dodatni, bardzo bliski zera i nieistotny statystycznie. Współczynnik korelacji pomiędzy zmiennymi wynosi zaledwie 3,9%.

3.3. Analiza wskaźnika Q-Tobina

Poza porównaniem wpływu struktury właścicielskiej na rentowność przedsiębiorstwa częstym kierunkiem badań [Demsetz i Villalonga 2001] jest również analiza jej wpływu na postrzeganie wartości spółki przez rynek. Wyznacznikiem tego postrzegania może być Q-Tobina, czyli wskaźnik pokazujący stosunek wartości rynkowej aktywów przedsiębiorstwa do kosztu odtworzenia jego kapitału (wartości księgowej). Zakładając, że rynki finansowe dobrze wyceniają wartość przedsiębiorstwa, porównanie przedsiębiorstw ze względu na wartość ich Q-Tobina może pokazać, czy posiadanie właściciela bądź grupy właścicieli będących osobą fizyczną zwiększa wartość przedsiębiorstwa.

Ze względu na braki danych w bazie Amadeus wielkość wykorzystywanych prób istotnie spadła, co jednocześnie negatywnie wpłynęło na możliwość weryfikacji statystycznej wyników. Liczebność poszczególnych próbek przedstawia tabela 9. Problem ten dotyczy w szczególności lat 2005 i 2006, kiedy to ze względu

na niską liczebność próbek możliwości przeprowadzenia prawidłowego wnioskowania statystycznego zostały znacząco ograniczone.

Tabela 9. Liczba spółek uwzględnianych w obliczaniu wartości średnich dla poszczególnych lat

| Spółki | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|
| Rodzinne | 11 | 26 | 39 | 76 | 94 | 126 |
| Pozostałe | 71 | 123 | 180 | 230 | 270 | 316 |

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie jak w poprzednim przypadku dla celów dalszej analizy dokonano usunięcia obserwacji nietypowych. Średnie wartości Q-Tobina w obu badanych grupach przedstawia tabela 10. Porównanie to nie przynosi równie jednoznacznych wniosków co analiza rentowności. W latach 2005 i 2007 obserwujemy nawet, że wartości Q-Tobina dla spółek rodzinnych są niższe w porównaniu z pozostałymi. Warto jednak zauważyć, że liczebność próby spółek rodzinnych w obu tych latach jest stosunkowo niewielka, co znacząco utrudnia wnioskowanie.

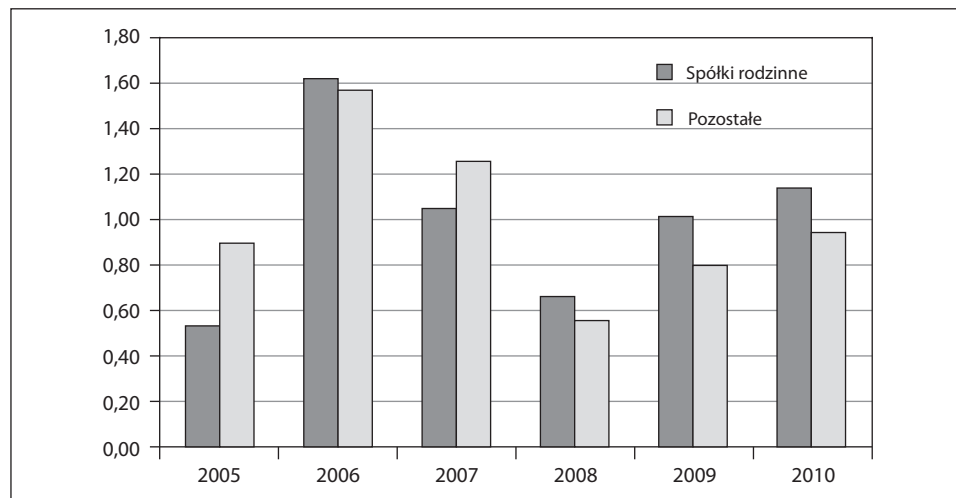
Tabela 10. Q-Tobina po usunięciu obserwacji nietypowych (w %)

| Rok | Spółki rodzinne | | Pozostałe | |
|------|-----------------|------------------------|-----------|------------------------|
| | średnia | odchylenie standardowe | średnia | odchylenie standardowe |
| 2005 | 0,54 | 0,258 | 0,90 | 0,617 |
| 2006 | 1,63 | 1,292 | 1,58 | 1,063 |
| 2007 | 1,05 | 0,738 | 1,27 | 0,715 |
| 2008 | 0,67 | 0,529 | 0,56 | 0,355 |
| 2009 | 1,02 | 0,671 | 0,80 | 0,422 |
| 2010 | 1,15 | 0,666 | 0,95 | 0,579 |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 11 przedstawia wyniki dla przeprowadzonych testów równości średniej. Warto zaznaczyć, że liczebności próby dla spółek rodzinnych w latach 2005–2006 są zbyt małe, aby uznać wyniki testów za miarodajne. Przeprowadzone testy pozwalają stwierdzić, że w latach 2009 i 2010 spółki rodzinne notowały przeciętnie wyższe wartości wskaźnika Q-Tobina od pozostałych, a zatem były wyceniane wyżej. Podobne wyniki osiągnięte zostały w 2008 r., natomiast przeciwne w 2007 r. – w obu tych latach wyniki testu istotności są wciąż na zadowalającym poziomie, choć znacznie gorszym aniżeli w latach 2009 i 2010.

Otrzymane wyniki są częściowo zgodne z otrzymanymi wcześniej wynikami i analiz dotyczących rentowności, chociaż zbyt mała liczebność próby w latach 2005–2007 nie pozwala na jednoznaczne potwierdzenie tej zależności. Aby



Rys. 3. Średnie Q-Tobina po usunięciu obserwacji nietypowych (w %)

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 11. *P*-wartości dla testów równości średniej

| Wyszczególnienie | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Q-Tobina | rodzinne | 0,54 | 1,63 | 1,05 | 0,67 | 1,02 | 1,15 |
| | pozostałe | 0,90 | 1,58 | 1,27 | 0,56 | 0,80 | 0,95 |
| | <i>p-value</i> | 0,9987 | 0,4261 | 0,940 | 0,0592 | 0,0030 | 0,0028 |

Źródło: opracowanie własne.

potwierdzić te zależności lub im zaprzeczyć, należałoby przeprowadzić dalsze badania na kompletnej bazie danych.

3.4. Dominujący udział Skarbu Państwa i instytucji finansowych w strukturze właścicielskiej

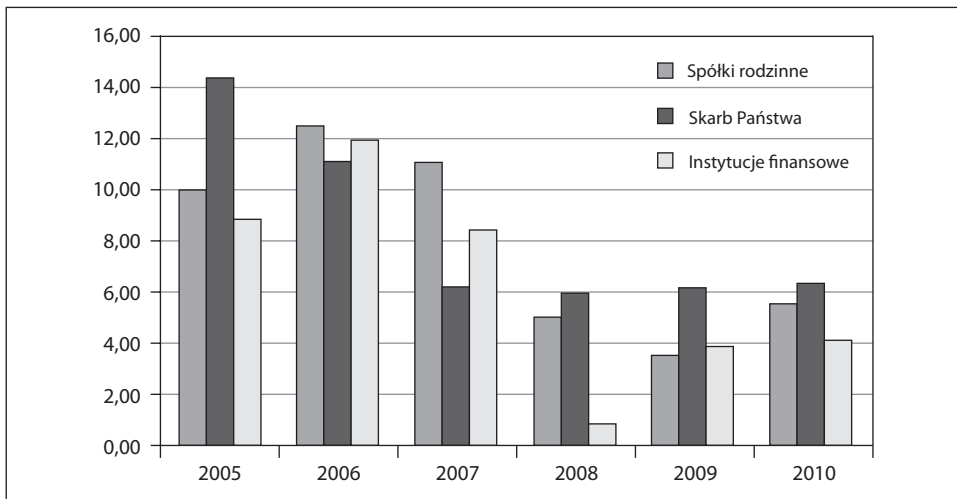
Ważne wydaje się również porównanie wyników spółek rodzinnych na tle tych, w których dominujący udział posiada Skarb Państwa lub instytucje finansowe (banki, fundusze inwestycyjne itp.).

Wyniki porównania pokazuje tabela 12 oraz rys. 4 i 5. W przypadku zwrotu z aktywów w latach 2005 i 2008–2010 dominują spółki Skarbu Państwa, w pozostałych dwóch latach spółki rodzinne. Warto również zauważyć, że w 2009 r. spółki rodzinne wypadły gorzej również od tych znajdujących się w posiadaniu instytucji finansowych. Zgoła odmiennie ma się sytuacja w odniesieniu do wskaźnika ROE, w wypadku którego poza 2009 r. prym wiodą spółki rodzinne. Jedno-

Tabela 12. Porównanie ROA i ROE dla różnych typów właścicieli po usunięciu obserwacji nietypowych

| Rok | ROA | | | ROE | | |
|------|-----------------|---------------|----------------------|-----------------|---------------|----------------------|
| | spółki rodzinne | Skarb Państwa | instytucje finansowe | spółki rodzinne | Skarb Państwa | instytucje finansowe |
| 2005 | 10,01 | 14,44 | 8,90 | 30,63 | 24,35 | 21,94 |
| 2006 | 12,55 | 11,22 | 12,08 | 32,64 | 17,57 | 20,81 |
| 2007 | 11,14 | 6,24 | 8,43 | 27,81 | 10,21 | 17,63 |
| 2008 | 5,01 | 5,95 | 0,89 | 11,90 | 8,26 | 4,10 |
| 2009 | 3,55 | 6,24 | 3,94 | 9,76 | 8,59 | 10,71 |
| 2010 | 5,58 | 6,38 | 4,12 | 11,50 | 10,45 | 9,69 |

Źródło: opracowanie własne.

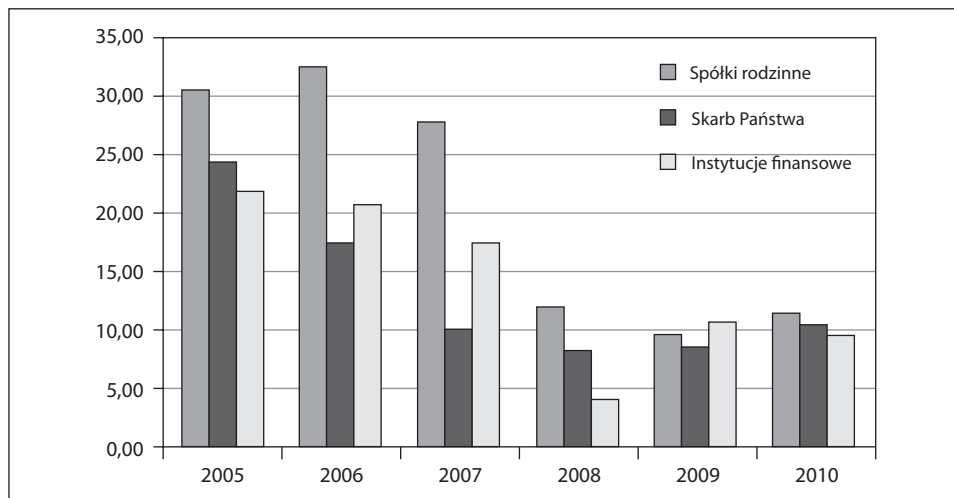


Rys. 4. ROA dla różnych typów właścicieli (%)

Źródło: opracowanie własne.

częściej spółki instytucji finansowych wielokrotnie wyprzedzają spółki Skarbu Państwa. Próba spółek Skarbu Państwa liczyła tylko 10 spółek, zatem wyciąganie daleko idących wniosków na jej podstawie byłoby błędem. Dane jednak wskazują, że spółki Skarbu Państwa nieefektywnie zarządzają kapitałem (na tle pozostałych przedsiębiorstw nie są efektywne w zakresie wykorzystywania kapitału obcego do podnoszenia rentowności kapitałów własnych).

W przypadku spółek Skarbu Państwa przeprowadzenie testów istotności jest niemiarodajne ze względu na niedostateczną liczebność próby. Wnioskowanie można jednak przeprowadzić dla spółek z dominującym udziałem instytucji finansowych w sferze właścicielskiej. Liczebność próby w tym wypadku w latach 2008–2010 jest dostateczna do przeprowadzenia testów statystycznych, a w latach



Rys. 5. ROE dla różnych typów właścicieli (%)

Źródło: opracowanie własne.

2005 i 2006 zbyt mała. W 2007 r. liczebność próby jest równa 30, tak więc znajduje się na granicy możliwości przeprowadzenia testów statystycznych. Jak pokazuje tabela 13, na poziomie istotności 5% jedynie dwukrotnie (w latach 2007 i 2008 dla ROE) na korzyść spółek rodzinnych zostałyby odrzucona hipoteza o równości średnich. Zwiększając poziom istotności do 10%, odrzucić można by również hipotezy dla ROA w latach 2007, 2008 i 2010. Co ważne, dla 2009 r., gdy spółki instytucji finansowych osiągnęły przeciętnie wyższą rentowność w porównaniu ze spółkami rodzinnymi, nie można odrzucić hipotezy o równości średnich. Tym samym przeprowadzone testy nie pozwalają na jednoznaczne potwierdzenie tezy, jakoby to spółki rodzinne notowały lepsze wyniki w porównaniu ze spółkami Skarbu Państwa i instytucjami finansowymi, jednakże równocześnie nie zaprzeczają im, a częściowo potwierdzają postulowane tendencje.

Tabela 13. *P*-wartości dla testów równości średnich

| Wyszczególnienie | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROA | spółki rodzinne | 10,01 | 12,55 | 11,14 | 5,01 | 3,55 | 5,58 |
| | instytucje finansowe | 8,90 | 12,08 | 8,43 | 0,89 | 3,94 | 4,12 |
| | <i>p-value</i> | 0,3636 | 0,4248 | 0,0858 | 0,0521 | 0,5822 | 0,084 |
| ROE | spółki rodzinne | 30,63 | 32,64 | 27,81 | 11,90 | 9,76 | 11,50 |
| | instytucje finansowe | 21,94 | 20,81 | 17,63 | 4,10 | 10,71 | 9,69 |
| | <i>p-value</i> | 0,1158 | 0,0059 | 0,0049 | 0,0467 | 0,611 | 0,2551 |

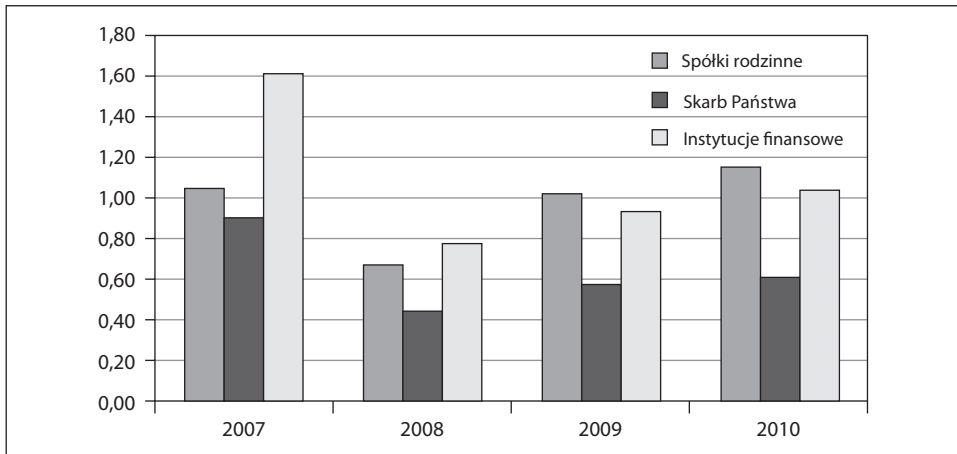
Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone zostały również badania dotyczące wartości Q-Tobina. W tym wypadku przedstawiamy wyniki dla lat 2007–2010, jako że w latach 2005 i 2006 liczebności prób ze względu na dostępność danych były bardzo niskie we wszystkich trzech grupach, a wyniki mało miarodajne.

Tabela 14. Q-Tobina dla różnych typów właścicieli

| Rok | Spółki rodzinne | Skarb Państwa | Instytucje finansowe |
|------|-----------------|---------------|----------------------|
| 2007 | 1,05 | 0,90 | 1,61 |
| 2008 | 0,67 | 0,45 | 0,77 |
| 2009 | 1,02 | 0,58 | 0,94 |
| 2010 | 1,15 | 0,61 | 1,04 |

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 6. Q-Tobina dla różnych typów właścicieli

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 14 i rys. 6 jasno pokazują, że spółki rodzinne i instytucje finansowych są wyceniane wyżej w stosunku do spółek Skarbu Państwa. Co ciekawe, w latach 2007 i 2008, gdy spółki rodzinne notowały wyższe wartości wskaźników ROA i ROE, były wyceniane niżej aniżeli spółki instytucji finansowych. Tendencja ta odwróciła się w 2009 r., gdy jednocześnie spółki instytucji finansowych zanotowały przeciętnie wyższe wartości wskaźników ROA i ROE względem spółek rodzinnych.

4. Podsumowanie i wnioski

Uzyskane wyniki są przesłanką do tego, by uznać, że przedsiębiorstwa, w których dominującym akcjonariuszem jest osoba fizyczna lub niewielka grupa osób fizycznych (nazywane spółkami rodzinnymi), osiągają wyższą rentowność. W badanym okresie (6 lat, 2005–2010) średnia rentowność kapitałów własnych każdorazowo była wyższa dla spółek rodzinnych, przy czym w pięciu na sześć przypadków różnica ta była istotna statystycznie (wyniki dotyczą próby po usunięciu obserwacji nietypowych). Przewaga nad pozostałymi przedsiębiorstwami wynosiła od 1,76 punktu proc. do 16,57 punktu proc. W przypadku rentowności aktywów ogółem również obserwowano zazwyczaj przewagę spółek rodzinnych, nie dotyczyła ona jednak wszystkich lat (wyjątkiem był 2009 r.), a dodatkowo tylko w połowie badanego okresu była bezsprzecznie istotna statystycznie.

Należy zatem uznać, że w przypadku polskich przedsiębiorstw przeważa pozytywny efekt dominacji własności osób fizycznych. Podobne efekty tej dominacji, mimo że nie tak jednoznaczne, można obserwować w wypadku wyceny rynkowej przedsiębiorstw. W tym przypadku również obserwujemy pozytywny wpływ istnienia właściciela bądź grupy właścicieli będących osobami fizycznymi.

Przewagę na korzyść spółek rodzinnych obserwujemy również względem spółek, w których strukturze właścicielskiej dominujący udział ma Skarb Państwa oraz instytucje finansowe. W szczególności dotyczy on rentowności kapitału własnego. W przypadku wyceny rynkowej spółki rodzinne wyceniane są na podobnym poziomie co spółki instytucji finansowych i mają sporą przewagę względem spółek Skarbu Państwa. Należy jednak zaznaczyć, że liczebność analizowanych prób nie pozwala na wysnucie jednoznacznych wniosków.

Uzyskiwane wyniki są zgodne z wynikami większości badań o podobnej tematyce, przeprowadzanych z wykorzystaniem danych pochodzących z innych rynków oraz z zastosowaniem nieco innej metodyki. Warto zauważyć, że w niniejszej pracy problem własności rodzinnej potraktowano w ogólny sposób, nie różnicując spółek ze względu na dominowanie akcjonariatu przez założyciela bądź inną osobę, czy też ze względu na charakter zaangażowania głównych akcjonariuszy. Bliższa analiza polskiego rynku przy dokładniejszym wydzieleniu pewnych czynników mogłaby wnieść dodatkowe informacje. Wymagałoby to jednak przyjęcia nieco innych metod badań ze względu na potencjalne duże ograniczenie próby rozważanych przedsiębiorstw przy dużym uszczegółowieniu kryteriów wydzielających badane grupy.

Ograniczeniem możliwości wnioskowania na podstawie analizowanych danych jest różna przynależność branżowa przedsiębiorstw rodzinnych i pozostałych spółek. Zagadnienie to powinno zostać dodatkowo zbadane, tak by wykluczyć możliwość tego, że wyższe wyniki spółek rodzinnych wynikają z wyższych

wyników sektorów, w których te spółki działają. Duża wielkość próby pozwala jednak przypuszczać, że nie zmieni to znacząco uzyskanych rezultatów.

Literatura

- Andres C. [2008], *Large Shareholders and Firm Performance – An Empirical Examination of Founding-family Ownership*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 14, nr 4.
- Berle A., Means G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing, New York.
- Coase R.H. [1937], *The Nature of the Firm. Readings in Price Theory*, Irwin, Homewood.
- Demsetz H., Villalonga B. [2001], *Ownership Structure and Corporate Performance*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 7(3), Elsevier.
- Javid A., Iqbal R. [2008], *Ownership Concentration, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Pakistan*, „The Pakistan Development Review”, nr 47.
- Jensen M., Meckling W. [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, nr 3.
- Jurajda Š., Stancík J. [2009], *Foreign Ownership and Corporate Performance: The Czech Republic at EU Entry*, CERGE-EI Working Paper nr 389.
- King M., Santor E. [2008], *Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 32(11), Elsevier.
- Maury B. [2006], *Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Western European Corporations*, „Journal of Corporate Finance”, nr 12.
- Minguez-Vera A., Martin-Ugedo J. [2007], *Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market*, „International Review of Financial Analysis”, vol. 16(1), Elsevier.
- OECD [2005], *Corporate Governance of State-owned Enterprises: A Survey of OECD Countries*, OECD Publications.
- Ongore V.O. [2011], *The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis of Listed Companies in Kenya*, „African Journal of Business Management”, nr 5.
- Silva F., Majluf N. [2008], *Does Family Ownership Shape Performance Outcomes?* „Journal of Business Research”, vol. 61, nr 6.
- Villalonga B., Amit R. [2006], *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?* „Journal of Financial Economics”, nr 80.