

Znaczenie kontroli właścicielskiej dla kształtowania struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw

Rafał Wilczyński*

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie zagadnienia wpływu kontroli właścicielskiej na strukturę źródeł finansowania przedsiębiorstw. Zgodnie z teorią agencji, wprowadzenie długu do struktury źródeł finansowania może mieć pozytywny wpływ na ujednoczenie interesów właścicieli i kadry zarządzającej. Ograniczenie swobody działania oraz ryzyko związane z zewnętrznym zadłużeniem powoduje, że z punktu widzenia menedżerów bardziej korzystne i preferowane jest finansowanie działalności przedsiębiorstwa kapitałem własnym. Wyższy poziom zadłużenia powinien więc być obserwowany wśród tych przedsiębiorstw, gdzie struktura właścicielska jest bardziej skoncentrowana, zapewniając większą efektywność kontroli właścicielskiej.

Pozyskując kapitał w formie emisji akcji na rynku publicznym, dotychczasowi akcjonariusze muszą brać pod uwagę rozwodnienie swojego udziału w strukturze własności i potencjalne ryzyko utraty sprawowanej kontroli nad przedsiębiorstwem.

Przeprowadzone przez autora badania na grupie niefinansowych spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2012 potwierdziły, że najniższym poziomem zadłużenia charakteryzują się spółki o rozproszonej strukturze własności. Badania wykazały również, że w przypadku korzystnej sytuacji na rynku akcji i wysokiej wycenie spółek polskie spółki publiczne dysponują większą swobodą w kształtowaniu struktury kapitału.

Słowa kluczowe: spółka publiczna, własność, kontrola, koncentracja własności, akcjonariusz większościowy, kapitał własny, dług, struktura kapitału

Wprowadzenie

Zgodnie z teorią praw własności przedsiębiorstwo musi traktować interes właścicieli jako kluczowy czynnik brany pod uwagę przy określaniu strategii sposobu funkcjonowania. Powszechnie spotykane oddzielenie własności od zarządzania powoduje, że szczególnie istotne staje się zagadnienie sprawowania kontroli właścicielskiej.

Na kształtowanie relacji pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym ma wpływ wiele czynników, a za jeden z nich uważa się strukturę własności. Ciągłość i efektywność sprawowania kontroli właścicielskiej może mieć istotny wpływ na podejmowane decyzje w zakresie struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

* mgr Rafał Wilczyński, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: rpwilczynski@gmail.com.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie zagadnienia wpływu kontroli właścicielskiej na strukturę źródeł finansowania przedsiębiorstw. W części empirycznej artykułu zaprezentowane zostały wyniki przedmiotowych badań, przeprowadzonych przez autora na grupie niefinansowych spółek publicznych w Polsce w latach 2008–2012.

1. Uwarunkowania teoretyczne

Zgodnie z założeniami teorii neoklasycznej, podstawowym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku. Teoria ta traktuje przedsiębiorstwo jedynie w kategoriach osiągniętych przychodów i generowanych kosztów. Analiza przedsiębiorstwa w nurcie neoklasycznym została ograniczona do przyjęcia założenia, iż jest to podmiot utożsamiany z właścicielem (nie występuje rozdzielenie własności i zarządzania), który – wykorzystując pełną informację – tak podejmuje decyzje alokacyjne, aby osiągnąć zakładany cel, jakim jest maksymalizacja zysku z realizowanej funkcji produkcji (Gorynia 1998: 16).

Teoria praw własności zakłada, że przedsiębiorstwo jest tworzone przez właściciela dla realizacji określonych celów i cele przedsiębiorstwa powinny być tożsame z celami właściciela. Jednak już w roku 1932 A.A. Berle i G.C. Means zwrócili uwagę na bardzo istotny aspekt oddzielenia własności od zarządzania. Okazuje się bowiem, że powszechne jest zatrudnianie wykwalifikowanych menedżerów i powierzenie im zarządzania przedsiębiorstwem. Zatrudnieni przez właściciela lub z jego inicjatywy menedżerowie powinni działać w jego interesie. Jednak nurt teorii menedżerskich wskazuje, że cele realizowane przez właściciela i menedżerów nie zawsze są tożsame. Rozbieżność interesów tych dwóch grup, właściciela (pryncypała) oraz osób zarządzających (agenta) została przez M.C. Jensena i W.H. Mecklinga (1976) określona jako konflikt agencji. Bieżące monitorowanie działań zatrudnionych menedżerów przez właściciela związane jest z ponoszeniem określonych kosztów – kosztów agencji. Mogą mieć one charakter bezpośredni, związany z koniecznością sprawowania bieżącego nadzoru, oraz pośredni – z mniejszym poziomem efektywności niż oczekiwany przez właściciela. Niższa efektywność może wynikać z chęci menedżerów do zwiększonej konsumpcji w zakresie poprawy komfortu pracy, na przykład poprzez budowę lub wynajem większych pomieszczeń biurowych, zakup droższych samochodów służbowych, zatrudnianie większej ilości personelu administracyjnego itd. Menedżerowie mogą również reprezentować inne podejście do realizacji projektów inwestycyjnych. Z punktu widzenia ich interesu lepsze są mniej ryzykowne projekty, nakierowane na wzrost poziomu przychodów. Wynagrodzenie menedżerów zwiększa się bowiem wraz ze wzrostem obrotów przedsiębiorstwa (Dorff 2006). Ograniczanie ryzyka działalności jest w głównej mierze efektem ochrony własnego miejsca zatrudnienia menedżerów.

Zbyt duże rozproszenie akcjonariatu prowadzi do problemu agencji, spowodowanego brakiem kontroli przez indywidualnych akcjonariuszy. Dlatego powszechny jest pogląd, że skoncentrowany akcjonariat jest najprostszym antidotum na zrównanie prawa własności i prawa kontroli (Shleifer, Vishny 1997).

Z punktu widzenia rozbieżności interesów pryncypała i agenta korzystne jest więc wprowadzanie długu jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa. Zgodnie z teorią agencji, dług ogranicza swobodę menedżerów w zakresie dysponowania wolnymi przepływami środków pieniężnych, które w pierwszej kolejności muszą być przeznaczone na jego obsługę. Wprowadzenie długu do struktury źródeł finansowania działalności powoduje również dodatkowy monitoring realizowany przez bank, zmniejszający swobodę działania menedżerów.

Dług zwiększa ryzyko prowadzenia działalności i zmniejsza bezpieczeństwo zatrudnienia menedżerów. Nadmierny udział długu w strukturze źródeł finansowania skutkować może bankructwem przedsiębiorstwa. Stąd finansowanie działalności przedsiębiorstwa realizowane jest poprzez kombinację długu i kapitału własnego. Z punktu widzenia teorii agencji stopień koncentracji akcjonariatu ma wpływ na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. W przypadku rozproszonego akcjonariatu menedżerowie unikając nadmiernego monitoringu ze strony instytucji finansowych będą skłonni do finansowania projektów ze środków własnych (Ganguli 2013).

W przypadku skoncentrowanego akcjonariatu właściciele są zainteresowani kształtowaniem takiej struktury źródeł finansowania działalności, która zapewni im prawo do wykonywania skutecznej kontroli nad działalnością spółki. Pozyskanie środków przez spółkę poprzez emisję akcji może doprowadzić do rozproszenia ich udziału we współwłasności i skutkować utratą możliwości sprawowania bezpośredniej kontroli nad spółką. Dlatego w przypadku konieczności pozyskania środków na inwestycje znaczący akcjonariusze preferują finansowanie dłużne, gdyż przynajmniej tak długo, jak są wypełniane warunki umowne, kredyt nie wiąże się z przeniesieniem na wierzyciela możliwości wykonywania prawa głosu lub prawa do sprawowania kontroli (Ganguli 2013). Kwestia kontroli wydaje się więc być bardzo istotna z punktu widzenia zagadnienia finansowania przedsiębiorstwa. Właściciel, sprawując kontrolę, realizuje jednocześnie prywatne korzyści wynikające z tej kontroli (*private benefits of control*). Prywatny charakter tych korzyści wynika z faktu, że nie są one przynależne akcjonariuszom mniejszościowym. Bardzo trudno wykazać te korzyści w sposób bezpośredni, stąd w literaturze przedmiotu rozmiar tych korzyści szacowany jest na podstawie premii płaconej za nabycie kontrolnego pakietu akcji (Barclay, Holderness 1989; Dyck, Zingales 2004). M. Stradomski (2010: 106–107) prezentuje podział prywatnych korzyści wynikających z kontroli na zewnętrzne i wewnętrzne. Zewnętrzne korzyści kontroli przybierają najczęściej postać zmian w składzie organów wykonawczych (nadzoru), zmian statutu, struktury organizacyjnej itp., zmierzających do uprzywilejowania właściciela dominującego. Korzyści wewnętrzne wynikają z wykorzystania aktywów będących w posiadaniu podmiotu dla indywidualnych celów właściciela. Realizując prywatne korzyści z tytułu kontroli, właściciel nie będzie zainteresowany obniżeniem swojego udziału w głosach poniżej poziomu pozbawiającego go tej kontroli i realizowanych korzyści. W naturalny sposób ten aspekt musi być brany pod uwagę przy podejmowaniu decyzji dotyczących kształtowania źródeł finansowania działalności. E. Muller (2002), prowadząc

badania na grupie 5601 spółek z ograniczoną odpowiedzialnością w Wielkiej Brytanii dowiodła, że spółki znajdujące się w sytuacji, kiedy dodatkowa emisja akcji powodowałaby utratę kontroli przez dominującego akcjonariusza, charakteryzują się większym poziomem zadłużenia.

Nie bez znaczenia dla relacji pomiędzy strukturą właścicielską a strukturą źródeł finansowania jest aktualna sytuacja na rynku kapitałowym. M. Baker i J. Wurgler (2002), twórcy teorii *market timing*, wskazują na znaczenie poziomu wyceny rynkowej przedsiębiorstwa jako czynnika motywującego przedsiębiorstwa do pozyskania kapitału w formie emisji akcji. Skłonność ta jest dużo większa, kiedy wycena rynkowa jest wysoka i kiedy występuje optymizm po stronie inwestorów co do możliwości realizacji przyszłych zysków. Badania ankietowe przeprowadzone przez E. Chojnącką (2012: 165) w latach 2009–2010 wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wykazały, że rozwodnienie akcji, determinujące strukturę własności, jest trzecim co do ważności czynnikiem brany pod uwagę przy decyzji odnośnie emisji akcji¹.

Związek pomiędzy stopniem koncentracji struktury właścicielskiej a poziomem zadłużenia znajduje swoje odzwierciedlenie w prowadzonych na świecie badaniach empirycznych. D. Margaritis i M. Psillaki (2010), prowadząc badania na grupie francuskich przedsiębiorstw, wskazują na pozytywny związek pomiędzy koncentracją własności a poziomem zadłużenia. Na pozytywny związek pomiędzy udziałem wielkości pakietów akcji będących w posiadaniu zewnętrznych akcjonariuszy a wielkością zadłużenia wskazują również T.J. Braisfold, B.R. Oliver i S.L.H. Pua (2002). P. Jiraporn i K.C. Gleason (2007) wykazują negatywną relację pomiędzy prawami akcjonariuszy a długiem; badane przez nich przedsiębiorstwa wykazywały większą tendencję do zwiększania poziomu zadłużenia w sytuacji, kiedy prawa akcjonariuszy były bardziej ograniczone. Pozytywnego związku pomiędzy koncentracją własności a zadłużeniem doszukał się S.K. Ganguli (2013), prowadząc badania na grupie przedsiębiorstw w Indiach. Z kolei N.L. Driffield, V. Mahambre i S. Pal (2007), analizując przedsiębiorstwa w krajach Wschodniej Azji wykazali, że w Indonezji, Malezji i Tajlandii pozytywny związek pomiędzy udziałem dominującego akcjonariusza a zadłużeniem występuje w firmach rodzinnych, natomiast w firmach nierodzinnych występuje relacja odwrotna. Również M.R. King i E. Santor (2008), koncentrując swoje badania na spółkach kanadyjskich wykazali, że firmy rodzinne charakteryzowały się wyższym poziomem zadłużenia niż pozostałe podmioty. A. Ellul (2010) przeprowadził badania 5975 firm z 38 krajów w latach 1992–2006, zwracając szczególną uwagę na firmy rodzinne oraz firmy posiadające w strukturze własności inwestorów o długim horyzoncie inwestowania. Badania dowiodły, że:

- firmy rodzinne mają wyższe wskaźniki zadłużenia niż firmy nie-rodzinne,
- udział inwestorów instytucjonalnych nie ma wpływu na strukturę kapitału,

¹ Jako najważniejszy czynnik uznano „Wzrost cen akcji na rynku pozwala na uzyskanie wysokiej ceny emisji nowych akcji”, jako drugi czynnik „Emisja akcji to najmniej ryzykowne źródło kapitału”.

- zadłużenie w przypadku firm rodzinnych jest wykorzystywane jako substytut innych mechanizmów wzmacniających kontrolę (akcje uprzywilejowane, struktury piramidowe),
- firmy rodzinne w krajach o niskim poziomie uprawnień właścicieli mają wyższe zadłużenie niż w krajach, gdzie poziom tych uprawnień jest wyższy.

T. Schmid (2013) dokonał porównania struktury kapitału firm rodzinnych w Niemczech z krajami Europy Zachodniej i Wschodniej Azji. Autor potwierdził, że w niemieckim systemie finansowym opartym o kluczową rolę banków, firmy rodzinne mają niższe wskaźniki zadłużenia w przeciwieństwie do pozostałych krajów. Autor podkreśla, że duże znaczenie w tym zakresie ma otoczenie instytucjonalne. Zdaniem autora w sytuacji, kiedy poziom monitoringu ze strony zewnętrznych instytucji jest wysoki, firmy rodzinne unikają długu jako źródła finansowania. Rezultaty jego badań wskazują, że struktura źródeł finansowania służy do optymalizacji poziomu sprawowanej kontroli nad przedsiębiorstwem.

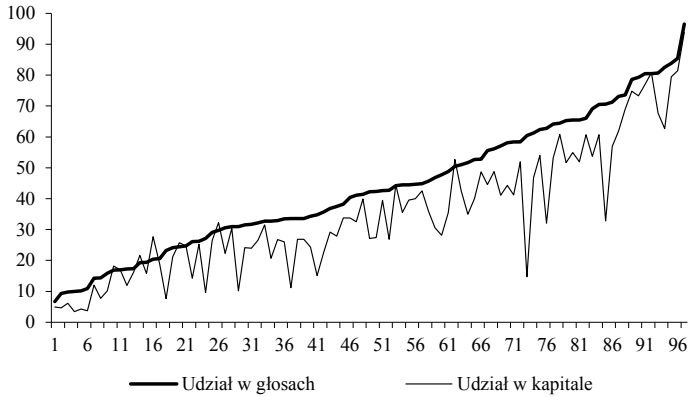
2. Struktura właścicielska a struktura źródeł finansowania polskich spółek publicznych w świetle własnych badań empirycznych

Celem przeprowadzonych badań empirycznych była identyfikacja relacji pomiędzy stopniem koncentracji struktury właścicielskiej a strukturą źródeł finansowania. Na potrzeby badań strukturę źródeł finansowania działalności zdefiniowano jako relację pomiędzy kapitałem obcym oprocentowanym a kapitałem własnym. A. Duliniec (2001: 14) określa sumę tych kapitałów jako kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie.

Badania przeprowadzono na grupie spółek publicznych, których akcje notowane były na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2012. Z badań wyłączono banki, ubezpieczycieli oraz towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Źródło informacji dotyczących struktury właścicielskiej stanowią bazy danych udostępnione przez GPW w Warszawie, zaś źródło danych finansowych – opublikowane raporty roczne spółek. Dla zachowania porównywalności danych, z badań wyłączono spółki kończące rok obrotowy w terminie innym niż 31 grudnia. Dodatkowo w badaniach pominięto spółki charakteryzujące się ujemnym poziomem kapitałów własnych.

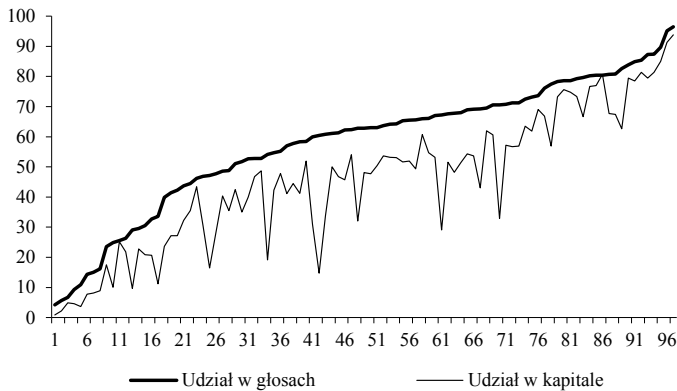
Podczas badań nad strukturą właścicielską spółek stwierdzono duże znaczenie struktur akcji uprzywilejowanych. Przeprowadzone badania wykazały, że 25% spółek publicznych notowanych na Głównym Rynku GPW w Warszawie posiada akcje uprzywilejowane co do prawa głosu. W przypadku rynku New Connect dotyczy to 1/3 spółek (szerzej: Wilczyński 2014). Analizując szczegółowo struktury akcji uprzywilejowanych zidentyfikowano, że w jednostkowych przypadkach największy akcjonariusz pod względem udziału w kapitale nie dysponował największą ilością głosów, co jest sprzeczne z ideą uprzywilejowania (rys. 1). Dopiero podsumowanie łącznego udziału akcjonariuszy uprzywilejowanych dało bardziej realny obraz sytuacji (rys. 2). W związku z powyższym, dokonując pomiaru stopnia

koncentracji akcjonariatu w przypadku wystąpienia akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu, wzięto pod uwagę łączny udział tej grupy akcjonariuszy w strukturze własności.



Rysunek 1. Udział większościowego akcjonariusza w spółkach z istniejącą strukturą akcji uprzywilejowanych co do głosu, notowanych na GR GPW na dzień 28.12.2012 (%)

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 2. Udział akcjonariuszy posiadających akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach notowanych na GR GPW na dzień 28.12.2012 (%)

Źródło: opracowanie własne.

Badane spółki zostały podzielone na trzy grupy pod względem stopnia koncentracji udziału największego akcjonariusza/grupy akcjonariuszy uprzywilejowanych („do 33%”, „33–66% oraz 66%–100%). Dokonując takiego podziału, kierowano się progami kontroli określonymi w Ustawie (2005). Przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów powoduje konieczność ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej

spółki w liczbie powodującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów lub obowiązek zbycia akcji w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów. To samo dotyczy prognozy 66%, kiedy to obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę dotyczy wszystkich pozostałych akcji spółki. Zgodnie z Kodeksem Spółek Handlowych (Ustawa... 2000) decyzje podejmowane przez Zgromadzenie Akcjonariuszy wymagają większości głosów reprezentowanych podczas posiedzenia. Praktyka pokazuje, że reprezentacja 100% liczby głosów podczas zgromadzeń akcjonariuszy spółek publicznych jest sytuacją raczej teoretyczną, stąd do sprawowania realnej kontroli wystarczy posiadanie mniej niż 50% udziału w głosach.

Analizując zmiany sytuacji na rynku kapitałowym i kredytowym w latach 2008–2012, podjęto decyzję o kalkulacji poszczególnych wskaźników osobno dla każdego okresu, tak aby dodatkowo móc ocenić potencjalny wpływ czynników o charakterze makroekonomicznym na decyzje przedsiębiorstw dotyczące struktury źródeł finansowania działalności. W roku 2008 odnotowano bowiem poważny kryzys finansowy, skutkujący zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki oraz mający istotny wpływ na sytuację na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Poprawa koniunktury nastąpiła w pierwszej kolejności na rynku kapitałowym, gdzie w roku 2009 przeprowadzono rekordową w ramach analizowanego okresu emisję akcji przedsiębiorstw. W roku 2009 uruchomiono również w ramach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie platformę Catalyst, umożliwiającą publiczny obrót obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw i dynamiczny rozwój rynku tego typu instrumentów dłużnych w kolejnych latach. W roku 2011 nastąpiło istotne obniżenie wycen rynkowych spółek w stosunku do wycen księgowych (wskaźnik TobinQ < 1²), co zmniejszyło atrakcyjność emisji akcji jako źródła finansowania przedsiębiorstw. Jednocześnie w roku 2011 zaobserwowano szybki rozwój rynku kredytowego, kontynuowany również w roku 2012. Wybrane dane dotyczące sytuacji na rynku kapitałowym i kredytowym przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Sytuacja na rynku kapitałowym i kredytowym w Polsce w latach 2008–2012

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
Kredyty i pożyczki przedsiębiorstw (w mld zł)	163,60	154,50	154,30	175,80	186,70
Zmiana Indeksu WIG (w %)	-51,07	46,85	18,77	-20,83	26,24
Emisje akcji GR GPW (w mld zł)	7,60	14,60	5,60	8,20	5,60
Tobin Q (mediana)	0,85	1,25	1,49	0,85	0,93
Emisje obligacji (w mld zł)	2,80	2,40	7,80	10,90	12,90
w tym: wprowadzone do obrotu na Catalyst	-	0,10	2,30	4,30	7,40

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i GUS.

² Wartości wskaźnika TobinQ, zdefiniowanego jako relacja pomiędzy rynkową wartością spółki i jej wartością księgową, skalkulowanego dla grupy badanych przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie.

Tabela 2

Koncentracja własności a struktura kapitału spółek notowanych na GPW w latach 2008–2012

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba spółek	315	313	338	362	362
Udział w głosach:	Liczba spółek				
do 33%	120	121	122	133	136
od 33% do 66%	133	129	149	157	158
powyżej 66%	62	63	67	72	68
Udział w głosach:	Kapitał własny/pasywa (mediana)				
do 33%	0,56	0,59	0,55	0,53	0,56
od 33% do 66%	0,48	0,51	0,51	0,50	0,52
powyżej 66%	0,54	0,54	0,49	0,49	0,53
Udział w głosach:	Dług oprocentowany/pasywa (mediana)				
do 33%	0,12	0,12	0,13	0,16	0,13
od 33% do 66%	0,20	0,18	0,18	0,20	0,21
powyżej 66%	0,16	0,12	0,16	0,18	0,20
Udział w głosach:	Dług oprocentowany/kapitał własny (mediana)				
do 33%	0,19	0,22	0,26	0,31	0,26
od 33% do 66%	0,42	0,36	0,32	0,38	0,44
powyżej 66%	0,34	0,25	0,34	0,37	0,39

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 zaprezentowano wielkości wskaźników obliczonych jako mediana dla każdej ze zdefiniowanych wcześniej grup w poszczególnych okresach. Warto zwrócić uwagę, że w latach 2010 i 2011 odnotowano istotne wzrosty liczby spółek objętych badaniem. W roku 2010, kiedy wartość wskaźnika TobinQ była wyższa od jedności, największy wzrost liczebności spółek (o 15,5% z 129 do 149) odnotowano w grupie „33%–66%”, natomiast w roku 2011, kiedy wartość wskaźnika TobinQ była mniejsza od jedności, wzrosty w tej grupie spółek były najmniejsze (o 5,3%), a największy wzrost liczebności odnotowano w grupie „0–33%” (o 9,0%). Przy niskiej wycenie rynkowej spółek ryzyko utraty kontroli jest dużo wyższe, stąd w przypadku słabej koniunktury pozyskanie kapitału poprzez emisję akcji jest mało atrakcyjne dla spółek o skoncentrowanym akcjonariacie.

Analizując kształtowanie się poszczególnych wskaźników należy stwierdzić, że najniższe wskaźniki zadłużenia we wszystkich grupach odnotowano w roku 2009 jako konsekwencję korzystnej sytuacji na rynku kapitałowym oraz niekorzystnej sytuacji na rynku kredytowym. W kolejnych latach następował systematyczny wzrost zadłużenia we wszystkich grupach. Niezależnie od okresu najniższe poziomy zadłużenia, mierzone jako dług oprocentowany/pasywa oraz dług oprocentowany/kapitał własny, występowały w grupie „0%–33%”, a najwyższe poziomy zadłużenia, mierzone jako dług oprocentowany/pasywa – w grupie „33%–66%”. Z kolei w przypadku relacji długu oprocentowanego do kapitału własnego tylko w roku 2010 najwyższe zadłużenie odnotowały spółki z grupy „powyżej 66%”.

Analiza wielkości wartości wskaźników zadłużenia wskazuje na możliwość występowania nieliniowego związku pomiędzy strukturą właścicielską a strukturą źródeł finansowania. Do zweryfikowania statystycznej istotności tej relacji wykorzystano test U-Manna-Whitney'a, badający poziom niezależności rozkładów zmiennych w poszczególnych, porównywanych ze sobą grupach. W całym okresie odnotowano istotne statystycznie różnice w poziomie zadłużenia w grupach „0–33%” i „33–66%”. Istotne statystycznie różnice w poziomie zadłużenia odnotowano również w roku 2012 pomiędzy grupami „0–33%” oraz „66–100%”, a także w latach 2008 i 2009 pomiędzy grupami „33–66%” a „66–100%”. Warto zwrócić uwagę, analizując zmiany wartości wskaźnika Z, że wraz ze wzrostem zadłużenia spółek z grupy „66–100%” zwiększała się różnica pomiędzy tą grupą a grupą o najbardziej skoncentrowanym akcjonariacie. Oznacza to, że dynamika zmian w czasie w poziomie zadłużenia spółek z grupy „0–33%” była mniejsza niż spółek z grupy „66–100%”.

Analizując wyniki Testu U Manna-Whitney'a warto zwrócić uwagę na systematyczne zmniejszanie się różnic w poziomie zadłużenia spółek z grup „33–66%” oraz „66–100%”. W miarę zmniejszania stopnia koncentracji udziału we współwłasności, ryzyko utraty kontroli jest wyższe. W okresie dobrej koniunktury na rynku kapitałowym spółki o najbardziej skoncentrowanym akcjonariacie mają największe możliwości pozyskania kapitału w formie emisji bez ryzyka utraty kontroli nad spółką, stąd są dużo mniej zadłużone niż spółki z grupy „33–66%”. W momencie słabej koniunktury na rynku akcji i niekorzystnych wycen rynkowych zwiększa się skłonność do finansowania działalności długiem oprocentowanym wśród spółek z grupy 66–100%.

Tabela 3

Test U Manna-Whitney'a dla zmiennej dług oprocentowany/kapitał własny

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
Przedział	Z(U)				
0–33%	3,3911	1,8201	1,5664	1,3266	2,7676
33–66%	p < 0,0005	p < 0,05	p < 0,1	p < 0,1	p < 0,005
Przedział	Z(U)				
0–33%	1,2855	0,5528	0,8561	1,2801	1,9410
66–100%	p < 0,25	p < 0,4	p < 0,25	p < 0,25	p < 0,05
Przedział	Z(U)				
33–66%	1,6622	1,2855	0,4366	0,4136	0,0455
66–100%	p < 0,05	p < 0,1	p < 0,4	p < 0,4	p > 0,04

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując wyniki badań należy stwierdzić, że istnieje związek pomiędzy strukturą właścicielską a strukturą źródeł finansowania. Dzieląc spółki na trzy grupy pod względem

stopnia koncentracji udziału największego akcjonariusza lub grupy akcjonariuszy uprzywilejowanych: „0–33%”, „33–66%” „66–100%”:

1. W całym analizowanym okresie zidentyfikowano statystycznie istotne różnice w relacji długu oprocentowanego do kapitału własnego pomiędzy spółkami z grup „0–33%” i „33–66%”.
2. W przypadku korzystnej sytuacji na rynku akcji odnotowano statystycznie istotne różnice w poziomie zadłużenia spółek z grup „33–66%” oraz „66–100%”.
3. W przypadku niekorzystnej sytuacji na rynku akcji odnotowano statystycznie istotne różnice w poziomie zadłużenia spółek z grup „0–33%” oraz „33–66%”.

Warto podkreślić, że niezależnie od poziomu istotności, spółki o rozproszonym akcjonariacie charakteryzowały się najniższym poziomem zadłużenia, co jest spójne z głównymi założeniami teorii agencji. Analiza zmian w strukturze kapitału spółek w odniesieniu do sytuacji rynkowej potwierdza zachowanie spółek zgodnie z teorią *market timing*. W korzystnej sytuacji na rynku instrumentów udziałowych polskie spółki publiczne dysponowały większą swobodą w kształtowaniu struktury kapitału. W momencie wystąpienia niekorzystnych zmian w wycenach rynkowych spółek i zwiększonej dostępności do kredytów bankowych i obligacji korporacyjnych wzrosło znaczenie zadłużenia oprocentowanego jako źródła finansowania działalności, przy czym w mniejszym stopniu dotyczyło to spółek o rozproszonym akcjonariacie.

Uwagi końcowe

Struktura właścicielska wskazywana jest jako jeden z czynników mających wpływ na podejmowane decyzje w zakresie źródeł finansowania przedsiębiorstw. Podejmując decyzje odnośnie relacji pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym, dotychczasowi właściciele muszą brać pod uwagę, że nadmierny stopień rozproszenia ich udziału we współwłasności na skutek pozyskania kapitału w formie emisji akcji na rynku publicznym może doprowadzić do utraty przez nich kontroli nad spółką. W związku z powyższym skłonni są akceptować większe ryzyko prowadzenia działalności związane z wyższym poziomem zadłużenia.

Badania przeprowadzone na grupie spółek publicznych w latach 2008–2012 potwierdziły, że największym poziomem zadłużenia charakteryzują się spółki, gdzie ryzyko utraty kontroli przez dominującego akcjonariusza jest najwyższe. Z kolei z długu oprocentowanego w najmniejszym stopniu korzystają spółki o rozproszonej strukturze akcjonariatu, gdzie poziom kontroli właścicielskiej jest najsłabszy. Dodatkowo wykazano również, że na decyzje przedsiębiorstw odnośnie do kształtowania struktury kapitału, bardzo istotny wpływ ma sytuacja rynkowa, co jest spójne z założeniami teorii *market timing*. Z punktu widzenia kontroli właścicielskiej dobra koniunktura na rynku akcji zapewnia większą swobodę w kształtowaniu relacji pomiędzy kapitałem własnym a oprocentowanym długiem zewnętrznym.

Literatura

- Baker M., Wurgler J. (2002), *Market Timing and Capital Structure*, „The Journal of Finance” vol. LVII, no. 1, February.
- Barclay M., Holderness C. (1989), *Private Benefits from Control of Public Corporations*, „Journal of Financial Economics” vol. 25.
- Berle A.A., Means G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Brajsfold T.J., Oliver B.R., Pua S.L.H. (2002), *On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure*, „Accounting and Finance” vol. 42, no. 1.
- Chojnacka E. (2012), *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Dorff M.B. (2006), *The Group Dynamics Theory of Executive Compensation*, <http://ssrn.com/abstract=930124> (30.01.2015).
- Driefield N.L., Mahabare V., Pal S. (2007), *How does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia*, „Economics of Transition” vol. 15, no. 3.
- Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dyck A., Zingales L. (2004), *Private Benefits of Control: An International Comparison*, „The Journal of Finance” vol. 59, no. 2.
- Ellul A. (2010), *Control Motivations and Capital Structure Decisions*, <http://ssrn.com/abstract=1094997> (30.01.2015).
- Ganguli S.K. (2013), *Capital Structure – Does Ownership Structure Matter? Theory and Indian Evidence*, „Studies in Economics and Finance” vol. 30, no. 1.
- Gorynia M. (1998), *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Jensen, M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” vol. 3, no. 4.
- Jiraporn P., Gleason K.C. (2007), *Capital Structure, Shareholder Rights, and Corporate Governance*, „Journal of Financial Research” vol. 30, no. 1.
- King M.R., Santor E. (2008), *Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms*, „Journal of Banking & Finance” vol. 32.
- Margaritis D., Psillaki M. (2010), *Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance*, „Journal of Banking and Finance” vol. 34, no. 3.
- Muller E. (2002), *Benefits of Control, Capital Structure and Company Growth*, Discussion Paper no. 05–55, Centre for European Economic Research, <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0555.pdf> (30.01.2015).
- Schmid T. (2013), *Control Considerations, Creditor Monitoring, and the Capital Structure of Family Firms*, „Journal of Banking & Finance” vol. 37.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, „The Journal of Finance” vol. 52, no. 2.
- Stradomski M. (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 393–429.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu, DzU nr 183, poz. 1539 z późn. zm., art. 72–81.
- Wilczyński R. (2014), *Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu w spółkach publicznych w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

IMPORTANCE OF OWNERSHIP CONTROL FOR FUNDING SOURCES OF ENTERPRISES

Abstract: The aim of this paper is presenting how ownership structure influences structure of funding sources in enterprises. According to the agency theory debt can have positive impact on aligning managers' and owners' interests. Due to less freedom of action and risk related to external debt equity financing is more favorable and preferable for managers. Therefore higher level of debt should be observable in companies where ownership structure is more concentrated, ensuring greater efficiency of ownership control. Acquiring capital by the issue of shares on the public market existing shareholders must take into consideration dilution of their share in ownership structure and potential risk of losing control over enterprise. Empirical study conducted by the author on a group of non-financial public companies, listed on the Warsaw

Stock Exchange in years 2008–2012, confirmed the lowest level of leverage among companies with dispersed ownership. The study shown also that in case of favorable conditions on the stock market in terms of shares valuation polish public companies have greater flexibility in creating capital structure.

Keywords: public company, ownership, control, ownership concentration, majority shareholder, equity, debt, capital structure

Cytowanie

Wilczyński R. (2015), *Znaczenie kontroli właścicielskiej dla kształtowania struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 771–782; www.wneiz.pl/frfu.