

ŁUKASZ TYRAJSKI

WPLYW STRUKTURY WŁAŚCICIELSKIEJ NA EFEKTYWNOŚĆ DZIAŁALNOŚCI SPÓŁEK NOTOWANYCH NA NEWCONNECT

Słowa kluczowe: teoria agencji, NewConnect, koncentracja akcjonariatu

Keywords: agency theory, NewConnect, shareholder concentration

Klasyfikacja JEL: G32

Wprowadzenie

W niniejszym artykule zbadamy wpływ struktury własnościowej na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie spółek notowanych na rynku NewConnect. Posłużymy się przy tym modelem ekonometrycznym, który uzależnia wynik ekonomiczny przedsiębiorstwa od wartości wybranych zmiennych, w tym również zmiennej odpowiadającej za ocenę koncentracji akcjonariatu. Opracowanie będzie miało na celu odpowiedź na pytanie, czy struktura akcjonariatu może mieć wpływ na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa, czy też koncentracja akcjonariatu nie ma istotnie statystycznego wpływu na wyniki przedsiębiorstw.

Teoretyczne przyczyny oddziaływania struktury właścicielskiej na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw

Przyczyny wpływu różnych struktur właścicielskich na wyniki spółki można wyjaśnić na gruncie teorii agencji. Powyższa teoria zajmuje się kosztami związanymi z brakiem tożsamości pomiędzy celami akcjonariuszy spółki a celami jej zarządu¹. Z potencjalnym konfliktem interesów zarządu i akcjonariuszy możemy mieć do czynienia, gdy kadra menedżerska nie jest jednocześnie jedynym właścicielem przedsiębiorstwa. W sytuacji, gdy występuje tożsamość własności i zarządzania, nie możemy mówić o pojawieniu się konfliktu interesu, ponieważ w takiej sytuacji managerowie uzyskują 100% efektu ponoszonego przez nich wysiłku na zwiększenie zysku przedsiębiorstwa. Gdy udział w kapitale

¹ M. Panfil: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa – studia przypadków*, Diffin, Warszawa 2008, s. 61.

zakładowym kadry zarządzającej jest mniejszy od jedności to mogą pojawić się pewne sprzeczności interesów. Przykładowo, manager może uznać, że w jego interesie nie leży dalsze poświęcanie się pracy i dążenie do maksymalizacji zysku spółki². Z jego punktu widzenia bardziej optymalne może okazać się zmniejszenie czasu poświęcanego na zarządzanie np. przez delegację pewnych zadań zewnętrznym firmom consultingowym. Przyjęło się uważać, że managerowie spółki są bardziej niezależni od właścicieli w przypadku braku dominującego podmiotu. Tymczasem etycy biznesu często zarzucają teorii agencji to, że traktuje managerów i innych interesariuszy jako „winnych z aksjomatu”, czyli działających w swoim partykularnym interesie, gdy tylko na moment pozbawi się ich nadzoru³. Jednakże takie podejście można uznać za zbyt rygorystyczne, gdyż teoria agencji mówi nam jedynie o tym, że z kosztami agencji mamy do czynienia, gdy dwie grupy interesów mają rozbieżne cele, a niekoniecznie stwierdza, że manager jest z natury zły i chciwy. Z kosztami agencji mielibyśmy do czynienia również, gdyby zarząd był altruistycznie nastawiony i jego głównym celem byłoby np. zapewnienie jak najlepszych warunków pracy, ponad standard obowiązujący na rynku i wbrew interesom oraz woli akcjonariuszy.

Argumenty za większą efektywnością przedsiębiorstw o skoncentrowanym akcjonariacie

Przyjęło się powszechnie uważać, że im bardziej rozwodniony akcjonariat, tym większe będą koszty agencji związane z konfliktem interesu zarządu spółki i jej akcjonariuszy. Dominujący akcjonariusz, posiadający ponad 50% udziałów w spółce, może w większym stopniu kontrolować i wpływać na działania zarządu niż znaczna liczba drobnych inwestorów. W literaturze przedmiotu często wymienia się następujące czynniki, mogące spowodować to, że niezależny manager nie będzie działał w najlepiej pojętym interesie spółki:

- zarząd spółki zwykle unika ryzykownych projektów inwestycyjnych, nawet jeśli charakteryzują się one wyższym NPV od projektów obciążonych mniejszym ryzykiem. Managerowie obawiają się poniesienia strat i utraty swojej pozycji,
- horyzont działania managera nie jest z reguły zbyt długi, wobec czego preferuje on projekty inwestycyjne o krótszym terminie realizacji, nawet jeśli w interesie spółki byłoby przeprowadzenie długoterminowych inwestycji,
- aby nie tracić kontroli nad spółką, zarząd może unikać zadłużenia, nawet wtedy, gdy jest to pożądane dla przedsiębiorstwa,
- managerowi może bardziej zależeć nad zwiększeniem rozmiarów działalności spółki niż nad zwiększeniem poziomu zysku,
- w interesie akcjonariuszy może być zakończenie działalności gospodarczej spółki i sprzedaż jej majątku, co jest sprzeczne z interesem zarządu, który utraciłby w ten sposób swoje miejsce pracy.

² J. Gajdka: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 193.

³ J. Heath: *The Uses and Abuses of Agency Theory*, *Business Ethics Quarterly* 2009, s. 504.

W przypadku spółek giełdowych możemy wymienić również dodatkowe czynniki. Emisja akcji przez spółkę nie musi koniecznie oznaczać jedynie chęci podwyższenia kapitału przedsiębiorstwa, ale może mieć także na celu ułatwienie sprzedaży przedsiębiorstwa przez dotychczasowych akcjonariuszy. W świetle teorii hierarchii źródeł finansowania pewne emisje akcji powinny być szczególnie uważnie analizowane pod kątem tego, czy przypadkiem nie są one chęcią pozbycia się spółki niemającej perspektyw dla dalszego rozwoju. W celu zilustrowania tego problemu posłużymy się przykładem. Załóżmy, że pewna spółka o małym udziale zobowiązań w strukturze pasywów pragnie pozyskać kapitał na rynku kapitałowym. W prospekcie emisyjnym i w innych informacjach przekazywanych inwestorom spółka swój brak zadłużenia może przedstawiać jako plus. Jednakże zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania, przedsiębiorstwo powinno najpierw finansować się długiem, a dopiero w dalszej kolejności podwyższać kapitał własny poprzez emisję nowych akcji lub udziałów. Brak zadłużenia może wynikać z różnych czynników: z niechęci decydentów spółki do finansowania długiem, z sytuacji na rynku bankowym, z dużego kosztu pozyskania kapitału dłuższego lub też z braku zdolności kredytowej⁴. Sam fakt, że małe spółki nie starają się finansować długiem nie jest jednak sygnałem mówiącym o tym, że dominujący akcjonariusz chce się wycofać ze spółki, ponieważ dynamicznie rosnące małe podmioty gospodarcze często nie mają dobrego dostępu do finansowania dłużnego. W artykule autorstwa Michaela L. Lemmona i Jaime F. Zender⁵ udowodniono, że zachowanie małych spółek nie musi być sprzeczne z teorią hierarchii źródeł finansowania, jeżeli uwzględnimy pojemność zadłużeniową przedsiębiorstwa. Na podstawie danych z rynku amerykańskiego udowodniono, że przedsiębiorstwa często działają zgodnie z teorią źródeł finansowania, a pozornie wymykające się spod tej teorii spółki o dużym potencjale rozwoju (np. spółki nowych technologii) nie mogą korzystać z finansowania długiem w stopniu, jaki wydawałby się uzasadniony. Dzieje się tak, ponieważ działalność tych spółek obciążona jest relatywnie dużym ryzykiem, w związku z czym pożyczkodawcy albo nie zechcieliby finansować tego typu podmiotów bądź też zażądałoby wysokiej stopy zwrotu.

Argumenty za większą efektywnością przedsiębiorstw o mało skoncentrowanym akcjonariacie

Istnieją również czynniki, które mogą ograniczać zyskowność i sprawność działania firm będących w posiadaniu jednego właściciela lub wąskiej grupy właścicieli. Może zaistnieć sytuacja, w której dominujący akcjonariusz narzuca swoją wizję kierowania przedsiębiorstwem pomimo tego, iż jest ona ryzykowna, przyjmuje mało realne założenia lub jest gorsza od strategii opracowanej przez zarząd. W spółkach zdominowanych przez jednego

⁴ S. Wymysłowski: *Kryteria wyboru źródeł finansowania działalności rozwojowej – teoria i praktyka*, [w:] *Finansowe Uwarunkowania Rozwoju Organizacji Gospodarczych*, red. naukowa J. Turyna, W. Szczęśny, Diffin, Warszawa 2004, s. 682.

⁵ M.L. Lemmon, J.F. Zender: *Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2010, Vol. 45, No. 5, s. 8.

właściciela łatwiej również o nepotyzm i nie obsadzanie stanowisk najlepszymi możliwymi kandydatami⁶. W powyższych przykładach potencjalnego negatywnego wpływu skoncentrowanego akcjonariatu na wyniki spółki, pogorszeniu ulegała zarówno sytuacja akcjonariuszy mniejszościowych, jak i akcjonariusza dominującego. Istnieją jednak przypadki, w których pogorszenie sytuacji inwestorów mniejszościowych na skutek działania większościowego właściciela nie wpływa negatywnie na jego sytuację majątkową. Dominujący właściciel spółki, podobnie jak zewnętrzny manager, może wykorzystywać swoją dominującą pozycję, przeznaczając środki spółki na cele zbieżne głównie ze swoim prywatnym interesem, a nie z długoterminowymi interesami pozostałych akcjonariuszy. Przykładowo, dominujący akcjonariusz może wpływać na zarząd w celu zawierania kontraktów handlowych na mniej korzystnych warunkach od rynkowych z kontrahentem, który jest przez niego kontrolowany. Może w ten sposób transferować zyski z jednej spółki do drugiej. Gdy na przykład inwestor posiada 50% udziałów w spółce A i 100% udziałów w spółce B, to mógłby teoretycznie chcieć transferować zysk spółki A do spółki B, ponieważ przy wypłacie dywidendy przez spółkę A otrzyma jedynie połowę zysku, natomiast po przetransferowaniu zysku do przedsiębiorstwa B cały wypracowany zysk zostanie w jego posiadaniu. Przy takim działaniu naruszone zostaną interesy pozostałych inwestorów spółki A, gdyż przedsiębiorstwo będące ich współwłasnością wypłaci mniejszą dywidendę lub nie wypłaci jej wcale.

Empiryczna weryfikacja hipotezy o istotności wpływu struktury właścicielskiej na efektywność przedsiębiorstwa

W niniejszym opracowaniu spróbujemy odpowiedzieć na pytanie, czy koncentracja akcjonariatu może wpływać na wyniki osiągane przez spółki. Do odpowiedzi na powyższe pytanie posłużymy się metodologią zaczerpniętą z artykułu autorstwa Tsangyao Changa i Feng-Li Lin, w którym to analizowany jest wpływ czynnika właścicielskiego na wyniki spółek notowanych na tajwańskim rynku kapitałowym⁷. Posłużymy się następującą hipotezą badawczą: „skoncentrowany akcjonariat pozytywnie wpływa na wyniki ekonomiczne uzyskiwane przez spółki notowane na NewConnect”. Efektywność przedsiębiorstwa będziemy mierzyć za pomocą wskaźnika Q-Tobina. Wskaźnik ten jest przede wszystkim wykorzystywany do porównywania wycen różnych przedsiębiorstw przez rynek kapitałowy, jednakże jest również wykorzystywany w literaturze przedmiotu do mierzenia efektywności przedsiębiorstwa. Fakt, iż Q-Tobina może być użyty jako miara efektywności, służąca do porównywania efektywności pomiędzy przedsiębiorstwami, został przedstawiony w artykule *Is the TOBIN'S Q a good indicato of a company's performance?* autorstwa: A.C. Aidar

⁶ M. Panfil: *op.cit.*, s. 61.

⁷ Ch. Tsangyao, L. Feng-Li: *Does Family Ownership Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis*, „International Research Journal of Finance and Economics” 2010, No. 42, s. 45.

Sauaia oraz F.H.F. Castro Juniora⁸. Q-Tobina możemy obliczyć na podstawie powszechnie dostępnych danych rynkowych, a jego postać analityczna wygląda następująco:

$$Q = (Er + Dr) / (Ek + Dr) \quad (1)$$

gdzie:

Dr – wartość rynkowa długu,

Dk – wartość księgową długu,

Er – rynkowa wartość kapitałów własnych spółki,

Ek – księgową wartość kapitałów własnych spółki.

Upraszczając zamiast rynkowej wartości długu spółki zastosujemy księgową wartość długu. Księgową wartość długu jest w przybliżeniu równa rynkowej wartości długu w środowisku względnie stabilnych stóp procentowych. Pod koniec 2009 roku nie miała miejsca znaczna zmiana rynkowych stóp procentowych. W powyższym świetle zastosowane uproszczenie można uznać za akceptowalne dla potrzeb niniejszego opracowania. Wskaźnik ten jest zaliczany do rynkowych wskaźników. Ma on przewagę nad księgowymi wskaźnikami zyskowności, takimi jak ROE i ROA, ponieważ manipulacja jego wartością jest dużo trudniejsza. Zarząd ma liczne możliwości manipulowania zyskiem, a co za tym idzie wartością wskaźników ROE i ROA (w krótkim terminie). Ponieważ wskaźnik Q-Tobina jest wskaźnikiem rynkowym, którego wartość zależy od wyceny spółki przez rynek kapitałowy, to wpływ celowych działań zarządu na modyfikacje jego krótkoterminowej wartości jest mocno ograniczony. Pośród mierzalnych czynników, mogących mieć istotny statystycznie wpływ na wyniki spółki, należy wymienić następujące mierzalne wskaźniki: wartość aktywów (mierzy skalę działalności), rentowność sprzedaży, przepływy pieniężne do wartości aktywów, wskaźnik zadłużenia aktywów. Powyższe czynniki zostały uwzględnione w artykule: *Does Family Ownership Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis*⁹ oraz w artykule autorstwa Bok Baika, Jun-Koo Kanga i Richarda Mortona pod tytułem *Why Are Analysts Less Likely to Follow Firms with High Managerial Ownership?*¹⁰, w którym to badany jest wpływ czynnika menedżerskiego na atrakcyjność danych spółek w ocenie analityków i inwestorów. Oprócz wyżej wymienionych wskaźników, w niniejszym modelu spróbujemy zbadać wpływ czynnika właścicielskiego na efektywność przedsiębiorstwa, mierzoną wskaźnikiem Q-Tobina. Stopień skoncentrowania akcjonariatu będziemy mierzyć jako łączny procent kapitału spółki, należącego do akcjonariuszy posiadających ponad 5% akcji danego przedsiębiorstwa. Zarówno na rynku NewConnect, jak i na rynku podstawowym, akcjonariusze posiadający ponad 5% kapitału

⁸ A.C. Aidar Sauaia, F.H.F. de Castro Junior: *Is the TOBIN'S Q a good indicator of a company's performance?*, „Developments in Business Simulation and Experiential Learning” 2002, Vol. 29, s. 301–307.

⁹ Ch, Tsangyao, L. Feng-Li: *op.cit.*, s. 45.

¹⁰ B. Baik, J.-K. Kang, R. Morton: *Why Are Analysts Less Likely to Follow Firms with High Managerial Ownership?*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” April 2010, Vol. 25, No. 2, s. 171–200.

muszą być ujawniani przez spółkę. Ze względów praktycznych trudno byłoby badać każdą spółkę ze stosunkowo dużej próby pod kątem tego, jakie panują w niej relacje pomiędzy poszczególnymi akcjonariuszami. Najprawdopodobniej uzyskanie takich informacji dla osoby z zewnątrz spółki mogłoby być niemożliwe. Przyjmujemy zatem założenie mówiące, iż duzi (posiadający ponad 5% akcji) akcjonariusze współdziałają ze sobą i aktywnie wpływają na działalność spółki. Czynnikiem, które mogą mieć potencjalnie istotny statystycznie wpływ na wyniki spółki i jej wycenę rynkową są również: obecność inwestora finansowego w akcjonariacie spółki oraz branża, w jakiej funkcjonuje dane przedsiębiorstwo¹¹. Oczywiście liczba czynników wpływających na ocenę spółki w oczach inwestorów i jej efektywność jest niemal nieograniczona, dlatego przy wyborze czynników mogących mieć wpływ na wartość wskaźnika Q-Tobina ograniczyliśmy się tylko do czynników mierzalnych, porównywalnych oraz wykorzystywanych w literaturze przedmiotu. Ponieważ nasz model z założenia nie ma być modelem prognostycznym i nie ma mieć na celu prognozowania wartości współczynnika Q-Tobina w zależności od danych czynników, to osiągnięcie wysokiego wskaźnika R_q nie jest konieczne.

Model ekonometryczny

Poniższy model (dalej zwany modelem I) ma za zadanie zbadać czy czynnik właścicielski ma wpływ na efektywność i wycenę danego podmiotu gospodarczego notowanego na NewConnect. W tym celu zbadamy czy znak stojący przy współczynniku odpowiadającemu udziałowi akcjonariuszy posiadających min. 5% akcji – zgodnie z założoną hipotezą badawczą – będzie znakiem dodatnim. Zależność funkcyjna:

$$F(\ln Q) = f(X, P/LA, ROE, D/A) \quad (2)$$

gdzie:

- $\ln Q$ – logarytm naturalny wartości współczynnika Q-Tobina dla danego waloru wyrażonej w wartościach bezwzględnych $Q \in < 0; +\infty$,
- X – łączny udział akcjonariuszy, posiadających minimum 5% akcji, zawierający się w przedziale: $X \in < 0; 1>$,
- ROE – rentowność kapitału własnego, zawierająca się w przedziale $ROE \in < -\infty; +\infty$,
- P/LA – przychody Spółki przypadające na jedną akcję $P/LA \in < 0; +\infty$,
- D/A – relacja całkowitego zadłużenia danej spółki do sumy bilansowej.

Postać funkcyjna modelu:

$$\ln Q = T + \alpha \times P/LA + \beta \times D/A + \gamma \times X + \delta \times ROE \quad (3)$$

gdzie:

- T – stała,
- ε – reszta modelu.

¹¹ T. Achmadm, J. Neilson, G. Towe: *The Iniquitous Influence of Family Ownership Structures on Corporate Performance*, „The Journal of Global Business Issues” 2009, Vol. 3, s. 41–48.

Do estymacji wybrano wszystkie spółki notowane na NewConnect, dla których były dostępne dane finansowe i rynkowe w serwisie money.pl, na dzień 31.12.2009 roku. Kurs rynkowy, wymagany do obliczenia współczynnika Q-Tobina, został obliczony jako średnia kursów zamknięcia z okresu 1.01.2010–30.11.2010. Łącznie do estymacji wartości współczynników użyto danych dla 106 spółek. W niniejszym modelu zastosowano liniową postać funkcyjną. W celu zwiększenia prawdopodobieństwa uzyskania normalnego rozkładu reszt zastosowano logarytmowanie zmiennej objaśnianej. Ze względu na fakt, iż model nie ma służyć celom prognostycznym, zabieg ten nie wpływa w istotnym stopniu na obniżenie jakości modelu.

Wyniki estymacji:

$$\ln \hat{Q} = 0,3176 - 0,0259 \times P/LA + 0,1389 \times D/A + 0,0097 \times X + 0,0058 \times ROE$$

<i>t</i> -stat	0,9715	-2,8135	0,6265	2,3227	0,2967
----------------	--------	---------	--------	--------	--------

$R^2 = 0,1058$.

Ocena statystyczna wyników estymacji modelu I

Przeprowadzono test normalności rozkładu reszt modelu. Uzyskano następujący wynik: na poziomie $\alpha = 0,05$ brak jest podstaw do odrzucenia hipotezy H_0 , mówiącej o normalności rozkładu reszt modelu. Oznacza to, że nasz model można uznać za spełniający podstawowe warunki modelu ekonometrycznego, a co za tym idzie wzmacnia to moc wniosków płynących z interpretacji modelu. Przeprowadzono test na istotność parametrów. Wynik: na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ odrzucamy hipotezę zerową o nieistotności parametrów, P/LA , D/A , X oraz ROE , dane na podstawie analizy sporządzonej w programie GRETL. Wartość p dla testu F-Seeccora = 0,0212. Współliniowość: na podstawie oceny współliniowości VIF (*Variance Inflation Factors*) – czynnika rozdęcia wariancji: P/LA 1,083; D/A 1,092; X 1,014; ROE 1,026. Zgodnie z metodologią testu wiemy, że wartości powyżej 10 mogą wskazywać na problem współliniowości. Ponieważ przy żadnym ze współczynników wartość testu nie przyjmuje wartości zbliżonej do liczby 10, nie stwierdzamy występowania współliniowości. Poniżej prezentujemy interpretacje parametrów modelu ekonometrycznego: P/LA – współczynnik stojący przy parametrze ma znak ujemny. Wartość ta ma uzasadnienie ekonomiczne i oznacza, że inwestorzy gotowi są płacić więcej za mniejsze spółki notowane na NewConnect. Powyższe można uznać za specyfikę danego segmentu rynku. D/A – wzrost zadłużenia danej spółki powoduje, iż jest ona lepiej oceniana przez inwestorów. Powyższe można tłumaczyć tym, że lepiej zarządzane przedsiębiorstwa mogą uzyskać lepsze warunki finansowania. Ponadto wzrost długu w strukturze finansowania zwiększa dźwignię finansową, co może zwiększać rentowność kapitału własnego. Raczej mało prawdopodobne wydaje się to, że sam fakt wysokiego zadłużenia przyczynia się do podniesienia efektywności lub też jest pożądanym przez inwestora zewnętrznego. X – współczynnik stojący przy tym parametrze ma wartość dodatnią, co oznacza, iż rynek lepiej wycenia spółki o skoncentrowanym akcjonariacie. Zbadanie tego zagadnienia jest podstawowym zadaniem przedstawionego modelu ekonometrycznego. ROE – współczynnik stojący przy parametrze ma

znak dodatni. Powyższe ma uzasadnienie ekonomiczne, gdyż oznacza, że spółki o wyższej rentowności kapitału własnego są wyżej wyceniane przez inwestorów. Ta interpretacja jest uzasadniona, gdyż ROE, podobnie jak Q-Tobina, może być uznane za miarę efektywności, przy czym ROE jest miarą ściśle księgową.

Model kontrolny

Kontrolnie przeprowadzono estymację modelu, w którym zmienną objaśniającą jest jedynie zmienna X , a zmienną objaśnianą Q-Tobina. Postać modelu pomocniczego $f(Q) = f(X)$, postać funkcyjna modelu pomocniczego: $\hat{Q} = T + \alpha \times X + \varepsilon$. Otrzymano następujące wartości współczynników: $\text{const} = 0,0371$; $X = 0,0545$; Powyższe wyniki potwierdzają wnioski płynące z modelu I. Interpretacja ekonomiczna parametru stojącego przy zmiennej X jest analogiczna do interpretacji z modelu I. W literaturze można spotkać również podejście, w którym badamy czy to wyniki danego przedsiębiorstwa nie wpływają na strukturę akcjonariatu¹². W niniejszym opracowaniu nie zajmujemy się jednak tym zagadnieniem, choć może być ono również przedmiotem ciekawych badań, gdyż trudno jednoznacznie rozstrzygnąć, która zmienna oddziałuje na którą.

Ekonomiczna interpretacja wyników przeprowadzonej analizy

Model I, jaki został wykorzystany w niniejszym opracowaniu, miał za zadanie zbadać hipotezę badawczą mówiącą, że skoncentrowany akcjonariat pozytywnie wpływa na wyniki ekonomiczne uzyskiwane przez spółki notowane na NewConnect. Uzyskane wyniki potwierdzają powyższą hipotezę, ponieważ:

1. Znak stojący przy parametrze X ma znak dodatni.
2. Parametr X ma statystycznie istotny wpływ na wartość zmiennej objaśnianej (wartość współczynnika Q-Tobina).

3. Rozkład reszt modelu jest rozkładem zbliżonym do rozkładu normalnego. Powyższe stwierdzenie jest prawdziwe dla danego momentu czasowego (rok 2010 – czyli kiedy koniec 2009 roku mógł być podstawą do fundamentalnej wyceny spółek) oraz dla danego segmentu rynku: rynek NewConnect – rynek niewielkich spółek będących w fazie intensywnego wzrostu. W szczególności segment rynku wydaje się mieć istotny wpływ na uzyskany wynik. Można przypuszczać, że w spółkach o relatywnie niewielkiej skali działalności inwestorzy nie będą chętni do wyzbywania się udziałów w dobrze prosperujących i perspektywicznych spółkach – o ile oczywiście pozwalają im na to możliwości finansowe. W celu sprawdzenia wniosków płynących z pierwszego modelu, sprawdzono wpływ czynnika właścicielskiego mierzonego zmienną X na księgową miarę efektywności ROE – rentowność kapitału własnego. Przeanalizowano modele, w których ROE jest zmienną ob-

¹² P. Kapopoulos, S. Lazaretou: *Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek firms*, „Journal of Corporate Governance: An International Review” March 2007, Vol. 15, No. 2, s. 144–158.

jaśnianą, jednakże w badanych modelach żaden z parametrów nie okazał się istotny statystycznie. Model II potwierdza, iż czynnik właścicielski w postaci parametru X pozytywnie wpływa na efektywność przedsiębiorstwa – w tym przypadku mierzoną współczynnikiem ROE opartym o miary księgowo, a nie o rynkowe.

Podsumowanie

Analiza zaprezentowana w niniejszym artykule może być argumentem za stwierdzeniem, że inwestorzy nie chcą pozbywać się kontroli nad dobrze prosperującymi, efektywnymi przedsiębiorstwami. Powyższe stwierdzenie można uznać za prawdziwe w przypadku relatywnie niewielkich przedsiębiorstw, będących w fazie rozwoju. Specyfika rynku NewConnect powoduje, że notowane na nim przedsiębiorstwa mają relatywnie niewielką kapitalizację rynkową i znajdują się we wczesnej fazie rozwoju. Można przypuszczać, że w przypadku przedsiębiorstw o stabilnej pozycji rynkowej i większej skali działalności wpływ czynnika właścicielskiego nie byłby aż tak istotny, jak wynika to z niniejszego opracowania. Na podstawie przeprowadzonego badania możemy stwierdzić, że inwestorzy przy ocenie efektywności przedsiębiorstw, będących na relatywnie wczesnym etapie rozwoju – w tym w szczególności notowanych na NewConnect – powinni w swoich analizach uwzględniać czynnik właścicielski.

Literatura

- Achmadm T. Neilson J., Towe G.: *The Iniquitous Influence of Family Ownership Structures on Corporate Performance*, „The Journal of Global Business Issues” 2009, Vol. 3.
- Berle A., Means G.C.: *The modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World 1932.
- Bennett M.J.: *Does Ownership Structure Affect Corporate Performance? Evidence from the Market for Asset Sales*, „Journal of Corporate Governance” 2010, Vol. IX.
- Densetz H.: *The structure of Ownership and the Theory of the Firm*, „Journal of Law and Economics” 1983, Vol. 26.
- Gajdka J.: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Heath J.: *The Uses and Abuses of Agency Theory*, „Business Ethics Quarterly” 2009, Vol. 19, No. 4.
- Kapopoulos P., Lazaretou S.: *Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek firms*, „Journal of Corporate Governance: An International Review” 2007, Vol. 15, No. 2.
- Lemmon M.L., Zender J.F.: *Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2010, Vol. 45, No. 5.
- Panfil M.: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa – studia przypadków*, Diffin, Warszawa 2008.
- Santanu S.K., Agrawal S.: *Ownership Structure and Firm Performance: An empirical Study on Listed Mid-Cap*, „Journal of Applied Finance” 2009, Vol. 15.

- Tsangyao Ch., Feng-Li L.: *Does Family Ownership Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis*, „International Research Journal of Finance and Wymysłowski S.: *Kryteria wyboru źródeł finansowania działalności rozwojowej – teoria i praktyka*, [w:] *Finansowe Uwarunkowania Rozwoju Organizacji Gospodarczych*, red. naukowa J. Turyna, W. Szczęśny, Diffin, Warszawa 2004.
- Aidar Sauaia A.C., de Castro Junior F.H.F.: *Is The Tobin's Q a Good Indicator of a Company's Performance*, „Developments in Business Simulation and Experiential Learning” 2002, Vol. 29.

mgr Łukasz Tyrajski
Analityk w banku PKO BP SA

Streszczenie

W niniejszym artykule zbadano wpływ struktury własnościowej na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie spółek notowanych na rynku NewConnect. Posłużono się przy tym modelem ekonometrycznym, który uzależnia wynik ekonomiczny przedsiębiorstwa od wartości wybranych zmiennych, w tym również zmiennej odpowiadającej za ocenę koncentracji akcjonariatu. Efektywność przedsiębiorstwa była mierzona za pomocą wskaźnika Q-Tobina. Opracowanie miało na celu odpowiedź na pytanie, czy struktura akcjonariatu może mieć wpływ na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa, czy też koncentracja akcjonariatu nie ma istotnie statystycznego wpływu na wyniki przedsiębiorstw. Uzyskane wyniki przemawiają za tym, że w danych warunkach rynkowych skoncentrowany akcjonariat przyczynia się do większej efektywności przedsiębiorstwa w porównaniu ze spółkami, w których brak jest dominujących akcjonariuszy.

THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON COMPANY PERFORMANCE. EVIDENCE FROM THE NEWCONNECT MARKET

Summary

In the present paper the authors have tested the hypothesis that companies with higher ownership concentration were more effective than those with more diffused ownership. The hypothesis was tested on the sample of companies listed on NewConnect – a Warsaw Stock Exchange sub market for small companies. The effectiveness was measured with Q-Tobin's ratio. The results confirm the hypothesis.