



UNIWERSYTET
EKONOMICZNY
W POZNANIU

mgr Rafał Wilczyński

Znaczenie struktury właścicielskiej
dla efektywności funkcjonowania
przedsiębiorstw
The importance of ownership structure
for the efficiency of enterprises

Autoreferat

Promotor: dr hab. Maciej Stradomski, prof. UEP

Poznań 2016

Wydział Zarządzania
Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych

Zagadnienie wpływu struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw jest przedmiotem wielu prowadzonych badań. Kluczowym dla analizy tego zagadnienia jest założenie, że wzrost stopnia koncentracji akcjonariatu poprzez redukcję kosztów agencji i zmniejszenie poziomu asymetrii informacyjnej pozytywnie wpływa na wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa. Rezultaty badań w tym zakresie wykazują się dużym stopniem niejednoznaczności, wykazując pozytywny, negatywny lub neutralny charakter takiej zależności.

Znaczenie struktury właścicielskiej dla efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw jest problemem ciekawym i istotnym z punktu widzenia praktyki życia gospodarczego. Powszechnie spotykane odejście od jednego z podstawowych założeń doskonałego rynku finansowego - rozproszenia akcjonariatu i równego dostępu do informacji, skutkuje podziałem na akcjonariuszy dominujących, sprawujących kontrolę i akcjonariuszy mniejszościowych. Wskazywany w literaturze wysoki poziom koncentracji własności spółek publicznych w Polsce [Urbanek 2011] oraz występowanie zjawiska uprzywilejowania akcji co do prawa głosu pokazuje, że kwestia kontroli i korzyści realizowanych z tej kontroli ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia roli i znaczenia właścicieli dla zarządzania przedsiębiorstwem.

Uzasadnienie podjęcia tematu

Układ sił na poziomie właścicielskim determinuje sposób zarządzania i podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie, powinno to więc znaleźć swoje odzwierciedlenie w osiągniętych wynikach finansowych. Wielokrotnie podejmowane kroki, zmierzające do zbadania tego zjawiska nie dały jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy istnieje związek pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw. Dlatego podjęcie kolejnej próby rozwiązania tego problemu wydaje się być w pełni uzasadnione.

Analizując wyniki badań przeprowadzonych zarówno na świecie jak i w Polsce warto zwrócić uwagę na kilka istotnych kwestii:

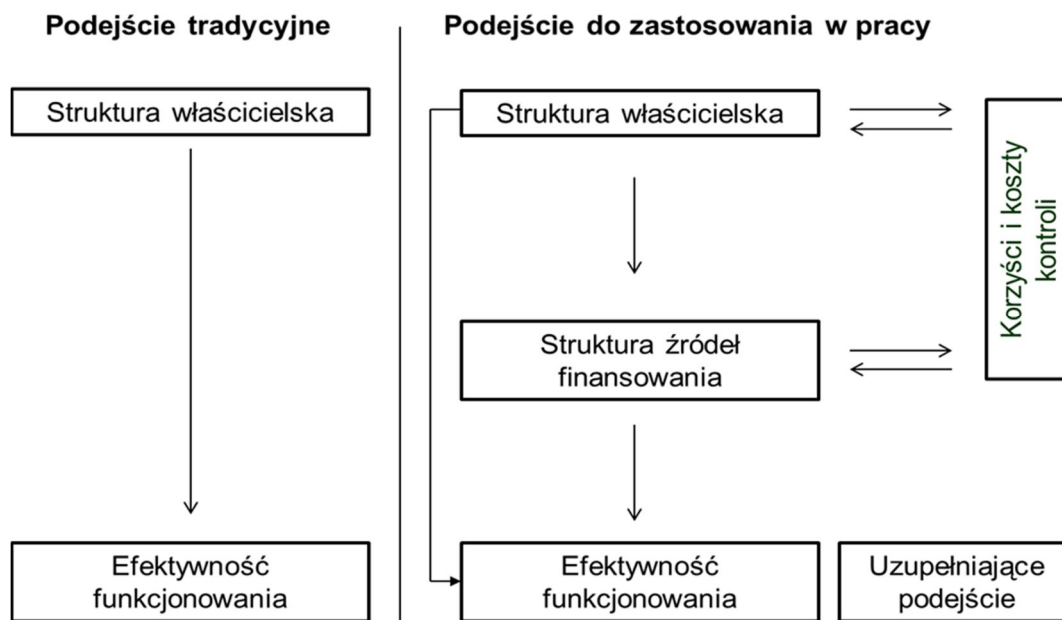
- 1) dotyczą one każdorazowo bezpośredniej relacji pomiędzy kształtem struktury właścicielskiej a efektywnością;
- 2) uwarunkowania teoretyczne, stanowiące podstawę do interpretacji wyników badań nie ulegają zasadniczym zmianom (główne źródło stanowi teoria agencji);
- 3) wykorzystywane są zasadniczo dwie grupy mierników do pomiaru efektywności: mierniki rynkowe i mierniki księgowe. Wśród mierników rynkowych najbardziej

popularny jest wskaźnik Tobin Q oraz wskaźnik Market to Book Ratio, pokazujący relację pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową kapitału własnego. Uznaje się, że wycena rynkowa, poza aktualnym stanem koniunktury na rynkach finansowych, uwzględnia informacje których trudno szukać w bieżących sprawozdaniach finansowych. Między innymi odzwierciedla potencjał wzrostu przedsiębiorstwa w przyszłości. Wśród mierników księgowych najbardziej popularne jest wykorzystanie wskaźników ROA, ROE. Rzadziej wykorzystywane są wskaźniki mierzące efektywność przedsiębiorstwa na poziomie operacyjnym;

- 4) zagadnienie ma charakter wieloaspektowy, a na osiągnięte rezultaty mogą mieć wpływ takie czynniki jak np. sytuacja makroekonomiczna w danym kraju, rozwój rynków kapitałowych, czy też uwarunkowania prawne dotyczące systemów corporate governance.

W tradycyjnym podejściu do rozwiązania przedstawionego problemu zidentyfikowano lukę badawczą, której wypełnienie zrealizowane zostało w niniejszej pracy poprzez zastosowanie podejścia, schematycznie przedstawionego na Rysunku numer 1.

Rysunek 1. Podejście do rozwiązania problemu badawczego



Źródło: Opracowanie własne.

Prezentowane na Rysunku numer 1 podejście koncentruje się na następujących aspektach:

- 1) wskazaniu prywatnych korzyści i kosztów kontroli jako kluczowego czynnika determinującego relacje pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością,
- 2) włączeniu struktury źródeł finansowania działalności jako dodatkowego obszaru analizy,
- 3) zastosowaniu uzupełniającego podejścia do pomiaru efektywności przedsiębiorstw.

Z punktu widzenia przedstawionego problemu badawczego może być istotne występowanie zjawiska prywatnych korzyści i kosztów kontroli. Duży stopień koncentracji struktur właścicielskich wśród spółek publicznych, wzmocniony dodatkowo poprzez mechanizmy uprzywilejowania akcji co do głosu, związany jest z faktem, że akcjonariusze dominujący realizują pewne dodatkowe korzyści, nie przynależne akcjonariuszom mniejszościowym, korzyści z tytułu sprawowania kontroli. Korzyści te są na tyle istotne, że mogą mieć znaczący wpływ na podejmowane decyzje, również lub w szczególności te, dotyczące struktury źródeł finansowania działalności w zakresie kształtowania relacji pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym. W trosce o ochronę własnych korzyści akcjonariusze dominujący mogą bowiem wykazywać skłonność do akceptacji wyższego poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa. Z drugiej strony sformułowane w umowach finansowych dodatkowe klauzule, dotyczące wymaganego poziomu efektywności przedsiębiorstwa, mogą skutecznie przyczynić się do ograniczenia korzyści z tytułu kontroli.

Włączenie struktury źródeł finansowania działalności jako obszaru analizy w ramach rozpatrywanego problemu badawczego wydaje się być kluczowe z punktu widzenia wykazania istnienia pośredniej relacji pomiędzy strukturą właścicielską a wynikami przedsiębiorstw. Na rezultaty prowadzonych badań pozytywnie wpływa również zastosowanie uzupełniającego podejścia do pomiaru efektywności i wykorzystanie autorskiego zestawu wskaźników, zaprezentowanego w tabeli numer 1. Zastosowane podejście w zakresie doboru wskaźników bazuje na założeniu, że kluczowymi czynnikami determinującymi efektywność przedsiębiorstwa jest rentowność działalności operacyjnej i płynność finansowa. Dodatkowo przedstawiony zestaw wskaźników pozwala na pomiar i ocenę efektywności przedsiębiorstwa z punktu widzenia kluczowych celów funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Tabela 1. Zestaw wskaźników do pomiaru efektywności przedsiębiorstwa

Cel przedsiębiorstwa	Kluczowy parametr	Wskaźnik
Maksymalizacja sprzedaży Maksymalizacja wzrostu	Przychody ze sprzedaży	Dynamika przychodów
Efektywność działalności operacyjnej (nadwyżka przychodów nad kosztami)	EBITDA	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Przychody ze sprzedaży}}$
Płynność finansowa	Przepływy z działalności operacyjnej, EBITDA	$\frac{\text{Przepływy z dz. operacyjnej minus EBITDA}}{\text{Wartość bezwzględna EBITDA}}$
Przetrawianie	Kapitał obrotowy, zadłużenie, efektywność wykorzystania aktywów	EM Score
Maksymalizacja wartości dla właścicieli	Koszt kapitału	Dźwignia finansowa
Maksymalizacja wartości dla właścicieli Maksymalizacja zysku	Zysk netto, Kapitał własny	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny}}$
Maksymalizacja wartości rynkowej	Wycena rynkowa	Tobin Q

Źródło: [Wilczyński 2014c].

Główny cel pracy i hipotezy badawcze

Nadrzędnym celem pracy jest wykazanie wpływu struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw. Dla realizacji celów przyjętych w pracy dokonano weryfikacji następujących hipotez badawczych:

1) Hipoteza główna:

Wpływ struktury właścicielskiej na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw jest w głównej mierze pochodną oddziaływania prywatnych korzyści i kosztów kontroli.

2) Hipotezy pomocnicze:

1. Zachodzące zmiany systemowe w otoczeniu gospodarczym powodują konieczność weryfikacji modeli do pomiaru efektywności przedsiębiorstw.
2. Spółki publiczne w Polsce cechują się dużym stopniem koncentracji akcjonariatu.
3. Jedną z determinant wyboru struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw jest struktura właścicielska.

4. Istnieje zależność pomiędzy strukturą źródeł finansowania a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw.
5. Struktura źródeł finansowania wpływa na poziom prywatnych korzyści i kosztów kontroli.
6. Zjawisko prywatnych korzyści i kosztów kontroli wpływa na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw.

Metodyka rozwiązania problemu i zakres badań empirycznych

Warstwa teoretyczna pracy koncentruje się na systematyzacji literatury dotyczącej teorii dotyczących celów funkcjonowania przedsiębiorstw, teorii dotyczących koncentracji własności, definicji efektywności i metod jej pomiaru, struktury źródeł finansowania, kontroli oraz zjawiska prywatnych korzyści i kosztów wynikających z kontroli. W niniejszej pracy wykorzystano literaturę zwartą z zakresu ekonomii i finansów przedsiębiorstw pod kątem zagadnień związanych ze strukturą właścicielską, strukturą źródeł finansowania oraz efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw, artykuły naukowe prezentujące dotychczasowy dorobek badawczy w zakresie analizowanych zagadnień, raporty i podsumowania przeprowadzonych badań oraz roczniki i materiały statystyczne.

Warstwa empiryczna pracy stanowi miejsce do przeglądu dotychczasowych wyników badań dotyczących struktury właścicielskiej przedsiębiorstw na świecie i w Polsce; relacji pomiędzy strukturą właścicielską a strukturą źródeł finansowania oraz relacji pomiędzy strukturą właścicielską a wynikami przedsiębiorstw. W pracy prezentowane są również wyniki badań własnych dotyczących: 1) stopnia koncentracji struktur właścicielskich w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia zjawiska uprzywilejowania akcji, 2) wpływu struktur własnościowych na wybór źródeł finansowania działalności, 3) wpływu struktury długoterminowych źródeł finansowania działalności na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw, 4) zależności pomiędzy stopniem koncentracji struktur właścicielskich a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw.

W prowadzonych badaniach zastosowano uzupełniające podejście do pomiaru efektywności przedsiębiorstw z wykorzystaniem zaprezentowanego powyżej autorskiego zestawu wskaźników. Z uwagi na wskazywany wielokrotnie w literaturze możliwy nieliniowy charakter relacji pomiędzy strukturą właścicielską a strukturą źródeł finansowania oraz efektywnością wykorzystano metodę analizy U-Manna Whitney'a, pozwalającą na zbadanie istotności różnic pomiędzy poszczególnymi grupami. Przyjmując kryteria określone w

Ustawie [2005] dokonano podziału spółek na trzy grupy pod względem stopnia koncentracji własności – „0%-33%”, „33%-66%”; „66%-100%”. W przypadkach, gdzie występowały akcje uprzywilejowane, pod uwagę wzięto łączny udział akcjonariuszy uprzywilejowanych w głosach.

W zakresie badań dotyczących koncentracji własności próba badawcza została ograniczona do niefinansowych spółek publicznych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz rynku NewConnect. W zakresie badań dotyczących wpływu struktury kapitału na efektywność, wpływu struktury właścicielskiej na strukturę źródeł finansowania oraz na efektywność próba badawcza została ograniczona do niefinansowych spółek publicznych notowanych na Głównym Rynku GPW. Źródło danych empirycznych stanowią bazy danych udostępnione przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, bazy danych udostępnione przez serwis Notoria S.A. oraz raporty roczne spółek. Zakres czasowy badań ograniczony został do lat 2008-2012. Warto zwrócić uwagę, że w prowadzonych badaniach skupiono się przede wszystkim na analizie wyników dotyczących poszczególnych okresów (lat kalendarzowych), co pozwoliło na ich szerszą interpretację, między innymi z punktu widzenia wpływu czynników o charakterze makroekonomicznym na podejmowane decyzje i sytuację finansową przedsiębiorstw.

Struktura pracy

Praca składa się z wprowadzenia, czterech rozdziałów i zakończenia. Wprowadzenie zawiera uzasadnienie podjęcia tematu rozprawy, sformułowanie problemu badawczego, cele pracy oraz hipotezy badawcze. We wprowadzeniu przedstawiono również zakres pracy oraz metodykę rozwiązania problemu. Rozdział pierwszy poświęcony jest analizie zagadnień związanych z celami i efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw. Rezultat rozważań stanowi autorski zestaw wskaźników finansowych, służących do pomiaru efektywności w świetle celów działalności przedsiębiorstw. Doborowi wskaźników przyświeca założenie, że podstawowym źródłem efektywności jest działalność operacyjna i płynność finansowa. Skonstruowany zestaw wskaźników stanowi narzędzie do przeprowadzenia badań własnych, których wyniki zaprezentowane są w kolejnych rozdziałach pracy. Rozdział pierwszy weryfikuje hipotezę cząstkową zakładającą, że zachodzące zmiany systemowe w otoczeniu gospodarczym powodują konieczność weryfikacji modeli do pomiaru efektywności przedsiębiorstw.

Rozdział drugi skupia się na analizie zagadnienia koncentracji struktury właścicielskiej. W rozdziale tym dokonano prezentacji dotychczasowego dorobku naukowego dotyczącego struktur własnościowych spółek na świecie oraz przedstawiono wyniki własnych badań dotyczących struktur właścicielskich spółek publicznych w Polsce. Podkreślone zostało znaczenie prywatnych korzyści i kosztów kontroli jako czynnika, determinującego kształt struktury właścicielskiej. Rozdział drugi weryfikuje hipotezę cząstkową zakładającą, że spółki giełdowe w Polsce charakteryzują się dużym stopniem koncentracji akcjonariatu.

Rozdział trzeci poświęcony jest roli i znaczeniu prywatnych korzyści i kosztów kontroli dla zarządzania przedsiębiorstwem. W rozdziale tym skoncentrowano się na analizie relacji pomiędzy strukturą właścicielską a strukturą źródeł finansowania oraz na analizie relacji pomiędzy strukturą źródeł finansowania a efektywnością i przedstawiono własne wyniki badań w tym zakresie. Rozdział trzeci weryfikuje hipotezy dotyczące:

- struktury właścicielskiej jako jednej z determinant struktury źródeł finansowania;
- zależności pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw;
- wpływu struktury źródeł finansowania na poziom prywatnych korzyści i kosztów kontroli.

W ostatnim, czwartym rozdziale zaprezentowano zarówno dotychczasowe jak i własne wyniki badań dotyczących bezpośredniej relacji pomiędzy stopniem koncentracji struktury właścicielskiej a wynikami finansowymi. Rozdział weryfikuje hipotezę dotyczącą wpływu zjawiska prywatnych korzyści i kosztów kontroli na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw.

Podsumowanie pracy stanowi zakończenie, w którym przedstawiono wnioski z badań. Wskazano również kierunki dalszych badań dotyczących relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością.

Znaczenie praktyczne i teoretyczne pracy doktorskiej

Relacja pomiędzy kształtem struktury właścicielskiej a efektywnością stanowi przedmiot zainteresowań badaczy od wielu lat, zarówno na świecie jak i w Polsce. Pomimo wielokrotnie podejmowanych prób nie udało się sprecyzować jednoznacznej odpowiedzi w tym zakresie. Rozważania dotyczące struktury własnościowej, zaprezentowane w rozdziale drugim niniejszej pracy, wykazały, że nie jest ona jednolita na całym świecie, i jej kształt zależy od wielu czynników, które wpływają na mniejszy lub większy poziom koncentracji w

poszczególnych krajach. Z kolei rozważania dotyczące celów funkcjonowania przedsiębiorstw, zaprezentowane w rozdziale pierwszym, wykazały, że cele poszczególnych grup interesariuszy w przedsiębiorstwie różnią się między sobą, a zysk netto nie powinien być podstawowym parametrem oceny efektywności przedsiębiorstwa.

W niniejszej pracy zaproponowano uzupełniające podejście do pomiaru efektywności i wykorzystano w badaniach zestaw wskaźników, który:

- w syntetycznej formie prezentuje obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstwa;
- odzwierciedla poziom efektywności podstawowej działalności przedsiębiorstwa;
- dostosowany jest do celów dla których zostało powołane i działa przedsiębiorstwo;
- stanowi narzędzie dla porównań efektywności pomiędzy wieloma przedsiębiorstwami.

Prezentowany, zestaw wskaźników bazuje na założeniu, że głównym celem przedsiębiorstwa jest efektywność działalności operacyjnej, która wpływając na płynność finansową daje przedsiębiorstwu możliwość przetrwania i realizacji pozostałych celów. Zestaw ten może stanowić wartościowe narzędzie analityczne i znaleźć zastosowanie w praktyce gospodarczej.

Koncentrując się na realizacji celów właścicielskich, w tym w szczególności prywatnych korzyści z tytułu kontroli, niniejsza rozprawa w sposób szczególny traktuje kwestię uprzywilejowania akcji co do prawa głosu. Przeprowadzone badania na grupie spółek publicznych w Polsce wykazały, że dokonując pomiaru koncentracji własności bardziej prawidłowym podejściem jest uwzględnienie łącznego udziału akcjonariuszy uprzywilejowanych, w przypadku większej ich liczby. Zastosowanie takiego podejścia powoduje, że realny stopień koncentracji własności polskich spółek publicznych jest o kilka punktów procentowych wyższy niż prezentowany do tej pory w literaturze. Wśród spółek notowanych na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008-2012, średni udział największego akcjonariusza w głosach kształtował się na poziomie ok. 41,5% i był wyższy od udziale w kapitale o ok. 2 punkty procentowe. Uwzględnienie łącznego udziału akcjonariuszy uprzywilejowanych (występujących w ¼ populacji badanych spółek) powoduje, że dla tego samego okresu średni udział akcjonariuszy większościowych w głosach wyniósł ok. 45%, a odpowiadający mu średni udział w kapitale ponad 42%.

Zarówno autorski zestaw wskaźników służący do pomiaru efektywności przedsiębiorstw, jak i wypracowane w rozdziale drugim uzupełniające podejście do badania stopnia koncentracji struktur właścicielskich, uwzględniające szczególny charakter grupy akcjonariuszy uprzywilejowanych, znajdują swoje zastosowanie w badaniach dotyczących wpływu struktur właścicielskich na strukturę źródeł finansowania i efektywność. Badania te dowiodły, że największy poziom zadłużenia wykazują spółki, w których ryzyko utraty

kontroli przez dominującego akcjonariusza jest najwyższe, z kolei najniższym poziomem zadłużenia charakteryzują się spółki o rozproszonym akcjonariacie. Można więc uznać strukturę właścicielską jako czynnik istotnie wpływający na strukturę źródeł finansowania polskich spółek publicznych. Dodatkowo wykazano również, że na decyzje przedsiębiorstw odnośnie kształtowania struktury kapitału bardzo istotny wpływ ma sytuacja rynkowa, co jest spójne z założeniami teorii *market timing*.

Badania własne dotyczące relacji pomiędzy strukturą źródeł finansowania a efektywnością wykazały, że najwyższym poziomem rentowności kapitału własnego charakteryzują się spółki najmniej zadłużone. Spółki generują ciągle zapotrzebowanie na kapitał obrotowy proporcjonalnie do zmian przychodów ze sprzedaży, wyższe w okresach wyższego PKB. Wzrost zadłużenia i wyższe koszty odsetek nie są kompensowane wyższą efektywnością na poziomie operacyjnym, co powoduje obniżenie rentowności kapitałów własnych. Badania potwierdziły, że wyższa rentowność kapitałów własnych jest możliwa, ale tylko w przypadku wyższej rentowności na poziomie operacyjnym.

Wpływ struktury źródeł finansowania na wyniki finansowe ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością. Spółki zagrożone utratą kontroli przez większościowego akcjonariusza, chętniej korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania, wykazując wyższe poziomy zadłużenia. Muszą jednak poddać się rygorom współpracy z instytucjami finansowymi i wykazać się określonym poziomem efektywności. Wynik na działalności operacyjnej w relacji do wielkości zadłużenia jest jednym z kluczowych parametrów, podlegających ocenie¹. Dlatego spółki z grupy „33%-66%” wykazują najwyższy poziom zadłużenia, ale jednocześnie najwyższy poziom rentowności na poziomie operacyjnym. W tej grupie spółek wyższy wynik na działalności operacyjnej powoduje pozytywny efekt działania dźwigni finansowej i przekłada się na wyższy poziom rentowności kapitałów własnych, niż obserwowany w grupach spółek o rozproszonym i najbardziej skoncentrowanym akcjonariacie.

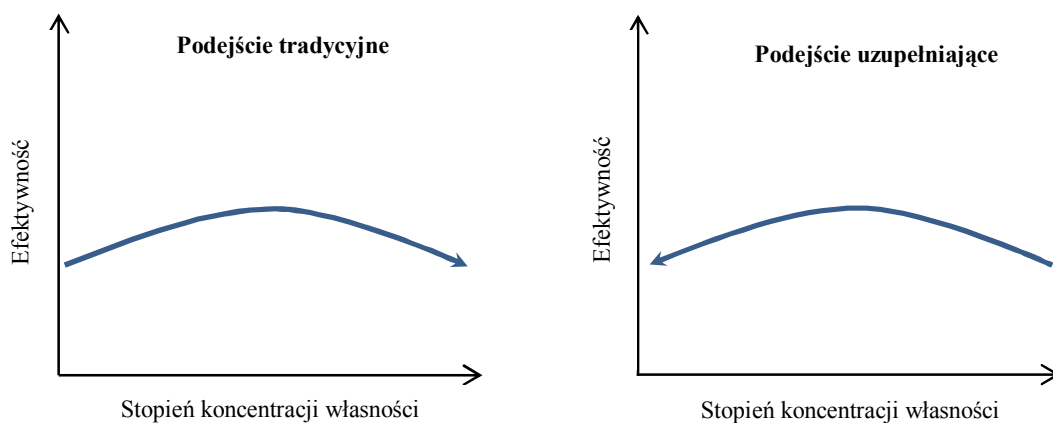
Zaprezentowane w niniejszej pracy wyniki badań skłaniają do głębszej refleksji nad naturą i wpływem prywatnych korzyści i kosztów z tytułu kontroli na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw. Badania te wykazały, że chęć utrzymania korzyści wynikających z kontroli nie musi przekładać się negatywnie na efektywność przedsiębiorstwa. W rozdziale trzecim wykazano, że ryzyko utraty kontroli i związanych z

¹ Brak niedotrzymania ustalonych warunków powoduje możliwość wypowiedzenia umowy przez stronę finansującą i żądania natychmiastowego zwrotu środków, co w skrajnych przypadkach wiąże się z ryzykiem postawienia przedsiębiorstwa w stan upadłości i utraty kontroli przez wierzycieli.

nimi korzyści stanowi istotny czynnik determinujący decyzje finansowe w przedsiębiorstwie. Nałożenie mechanizmów kontrolnych przez instytucje finansowe powoduje, że przy wysokim poziomie zadłużenia wymagane jest osiągnięcie wyników operacyjnych na takim poziomie, który zapewnia obsługę długu. Wartością dodaną w tej sytuacji może być spełnienie warunków niezbędnych do wykorzystania mechanizmu funkcjonowania dźwigni finansowej, gdzie z punktu widzenia właściciela pozytywny efekt dźwigni finansowej występuje wówczas, kiedy rentowność operacyjna łącznie zaangażowanego kapitału jest wyższa niż oprocentowanie długu. Dlatego fakt utrzymywania korzyści wynikających z kontroli może wpływać pozytywnie na wyniki finansowe osiągnięte przez przedsiębiorstwo.

Włączenie struktury źródeł finansowania w obszar analizy wpływu prywatnych korzyści i kosztów kontroli na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw powoduje, że nieco inaczej, w sposób bardziej naturalny, patrzymy na zmiany w poziomie koncentracji akcjonariatu. Zmiany te są efektem ewolucji od powstania przedsiębiorstwa (100% koncentracji) poprzez upublicznienie spółki oraz dalsze ewentualne emisje, powodujące zmniejszenie udziału akcjonariusza dominującego w strukturze własności. Wraz ze zmniejszaniem udziału akcjonariusza dominującego w strukturze własności zmniejsza się elastyczność kontrolowanego podmiotu w zakresie możliwości kształtowania relacji dług oprocentowany/kapitał własny. Wymuszony chęcią utrzymania kontroli zwiększony poziom zadłużenia determinuje wyższy poziom efektywności przedsiębiorstwa na poziomie operacyjnym. Niniejsze, uzupełniające podejście, schematycznie zaprezentowane na rysunku numer 2.

Rysunek 2. Uzupełniające podejście do relacji stopień koncentracji własności - efektywność



Źródło. Opracowanie własne.

Należy podkreślić, tradycyjne podejście koncentruje się na efekcie zmian w poziomie efektywności w stosunku do wzrostu stopnia koncentracji własności. Do pewnego momentu efektywność rośnie dzięki ograniczeniu kosztów agencji i lepszym poziomem kontroli właścicielskiej nad zarządem, później efekt działań o charakterze oportunistycznym w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych przeważa nad korzyściami z ograniczenia kosztów agencji.

Zaprezentowane w niniejszej pracy rezultaty badań powinny stanowić inspirację do dalszych poszukiwań. Już na tym etapie można wymienić kilka obszarów. Przede wszystkim w pierwszej kolejności należałoby się skupić na identyfikacji innych czynników, poza strukturą źródeł finansowania, poprzez które struktura właścicielska oddziałuje na efektywność. Ponadto kontynuując badania dotyczące wpływu struktury właścicielskiej na strukturę źródeł finansowania warto w przyszłości rozszerzyć badania o podmiotowość akcjonariatu i sprawdzić, czy rodzaj akcjonariusza dominującego ma wpływ na zarządzanie strukturą kapitału przedsiębiorstw. Wydaje się również, że zagadnienie wpływu różnych grup akcjonariuszy na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw pozostaje cały czas aktualne. Istotnym wątkiem, który należałoby kontynuować w kolejnych badaniach jest z pewnością wpływ czynników makroekonomicznych na strukturę źródeł finansowania przedsiębiorstw. Dodatkowo poza rozszerzeniem zakresu rzeczowego warto rozwinąć dotychczas prowadzone badania o nowy horyzont czasowy, aby zweryfikować, czy w perspektywie zachodzących zmian na rynku kapitałowym i kredytowym, prezentowane w niniejszej pracy wnioski pozostaną w przyszłości cały czas aktualne.