

# Ocena siły akcjonariuszy mniejszościowych polskich grup kapitałowych

<https://doi.org/10.33141/po.2012.12.08>

*Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz*

Przeгляд Organizacji, Nr 12 (875), 2012, ss. 33-37

[www.przeглядorganizacji.pl](http://www.przeглядorganizacji.pl)

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

## Wprowadzenie

**W**zrost procesów globalizacyjnych w dużej mierze jest związany ze wzrostem powiązań ekonomicznych, społecznych i kulturowych. Wpływają one na zmiany rynku kapitałowego, gdzie coraz częściej przedsiębiorstwa konkurują ze sobą o pozyskanie kapitału, co doprowadza do różnicowania poszczególnych grup inwestorów, którzy, nabywając akcje bądź udziały w spółkach, przyczyniają się do ich dalszego rozwoju. Rozwój gospodarki światowej poprzez konieczność realizacji kapitałochłonnych inwestycji wpływa na ciągłą potrzebę zdobywania kapitału, także tego, który znajduje się w rękach drobnych inwestorów. Inwestorzy ci stają się uczestnikami i właścicielami części kapitału<sup>1</sup>. Stąd w procesie pozyskania kapitału można wyróżnić zarówno udziałowców mniejszościowych, jak i większościowych.

Celem artykułu jest pomiar i ocena siły akcjonariuszy mniejszościowych polskich grup kapitałowych. Realizacja celu artykułu wymagała postawienia hipotezy, że siła akcjonariuszy mniejszościowych w polskich grupach kapitałowych jest niska. W celu realizacji hipotezy badawczej przebadano około 150 grup kapitałowych funkcjonujących na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2011. W badaniu wykorzystano trzy wskaźniki:

- udział zysku mniejszościowego w zysku netto,
- relacji kapitału mniejszościowego do kapitału własnego,
- rentowności kapitału mniejszościowego.

## Przeгляд literatury w zakresie miejsca akcjonariuszy mniejszościowych w strukturze właścicielskiej

**B**adania prowadzone w efektywnej gospodarce rynkowej przez R. La Portę, F. Lopeza-de-Silanesa i A. Shleifera<sup>2</sup> oraz A. Dycka i L. Zingalesa<sup>3</sup> wskazują na skoncentrowaną strukturę akcjonariatu. Nawet w największych firmach występuje akcjonariusz dominujący – jest nim państwo bądź rodzina, a w przeważającej części to założyciel firmy lub jej spadkobierca. Również badania prowadzone w Austrii, Belgii, Niemczech i we Włoszech przez M. Bechta i C. Mayera<sup>4</sup> potwierdzają występowanie dominującego inwestora. Podobne wyniki badań uzyskali również S. Thomsen, T. Pedersen i H.K. Kvist, badając przedsiębiorstwa belgijskie i francuskie<sup>5</sup>.

W badaniach prowadzonych przez S. Thomsena i T. Pedersena, w których dokonano analizy przyczyn

i skutków koncentracji (rozproszenia) własności wśród 442 grup kapitałowych z 11 krajów europejskich (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Niemcy, Wielka Brytania, Włochy, Holandia, Norwegia, Hiszpania i Szwecja), autorzy wyróżnili trzy rodzaje grup:

- grupy z rozproszoną własnością, w których największy właściciel ma mniej niż 20% głosów;
- grupy z dominującą własnością mniejszości, w których największy udziałowiec ma od 20% do 50% głosów;
- grupy, w których największy udziałowiec ma więcej niż 50% głosów.

Badania wykazały, że koncentracja kapitału zmniejsza się wraz z wielkością grupy i stosunkiem zasobów. Koncentracja własności jest w dużej mierze uzależniona od regulacji prawnych w poszczególnych krajach. Nie stwierdzono wpływu koncentracji (rozproszenia) własności na wyniki (mierzone wielkością zysku, wzrostem wskaźników przetrwania) osiągnięte przez grupy kapitałowe. Wydaje się, że skoncentrowana własność może być optymalna dla wolno rozwijających się grup kapitałowych. Korzyści ze zróżnicowania ryzyka wzrastają wraz z rozwojem firm, a dla grup z wysokim wskaźnikiem wzrostu rozproszenie własności zwiększa ich dochodowość. Autorzy, konkludując badania, wskazują, że potrzeba istnienia różnych kategorii własności grup kapitałowych jest funkcją rozwoju firm. Wskazuje to na uzależnianie decyzji o swojej przyszłej strukturze własnościowej w nawiązaniu do strategii rozwoju, która determinuje przyszłe potrzeby kapitałowe i profil ryzyka danego biznesu. Rosnące potrzeby finansowe i poziom specyficznego dla każdej firmy ryzyka determinują konieczność rozproszenia kapitału<sup>6</sup>.

Badania prowadzone w roku 2001 przez badaczy M. Faccio i L.H.P. Langa w Europie na próbie 5232 grup kapitałowych z 13 krajów Europy Zachodniej dotyczyły głównie grup rodzinnych (44,29%) i grup o rozproszonej własności (36,93%). Grupy o rozproszonej własności stanowią najistotniejszą kategorię w Wielkiej Brytanii i w Irlandii. Rodziny są najważniejszymi udziałowcami w krajach Europy kontynentalnej i odgrywają największą rolę w nadzorze nad niedużymi korporacjami niezajmującymi się działalnością finansową. W niektórych krajach sporą rolę jako udziałowiec odgrywa Skarb Państwa. Z cytowanych badań wynika, że w większości krajów europejskich występuje niewielka różnica pomiędzy własnością a sprawowaniem nadzoru nad grupą<sup>7</sup>.

Według L. Rennebooga<sup>8</sup> zauważyć można, że własność w krajach anglosaskich jest mniej skoncentrowana niż w krajach Europy kontynentalnej. Rozproszona własność dała początek rozdziałowi

Tab. 1. Skala powiązań kapitałowych

Stopień skali	Udział w kapitale (%)	Nazwa powiązań		
I.	Do 5	Śladowe		
II.	5-10	Mniejszościowe	Proste	
III.	10-25		Blokujące	Zwykłe
IV.	25-50			Kwalifikowane
V.	Ponad 50	Większościowe	Proste	
VI.	Od 75		Kwalifikowane	
VII.	Od 95		Dominujące	
VIII.	100	Pełne		

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. FALENCIKOWSKI, *Kształtowanie swobody decyzyjnej w zarządzaniu grupami kapitałowymi*, TNOiK „Dom Organizatora”, Toruń 2008, s. 55; M. TROCKI, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 43, za: M. ALUCHNA, *Kierunki rozwoju polskich grup kapitałowych. Perspektywa międzynarodowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 67.

posiadania i nadzoru. O ile system anglo-amerykański można nazwać systemem zewnętrznym (*outsider system*), o tyle w Niemczech czy Francji ma ona charakter wewnętrzny (*insider system*). System wewnętrzny charakteryzuje się samokontrolą korporacji. Zewnętrzni inwestorzy mogą partycypować w zyskach poprzez giełdę, ale ich pozycja w nadzorze nad działaniami korporacji jest relatywnie słaba. System zewnętrzny charakteryzuje się dużą liczbą notowanych na giełdzie spółek, płynnym rynkiem kapitałowym, na którym często handluje się prawem własności i nadzoru, w którym występuje stosunkowo niewiele krzyżujących się holdingów.

Badania prowadzone przez polskich naukowców na bazie firm funkcjonujących w polskiej gospodarce rynkowej potwierdzają tezę o wysokim poziomie koncentracji własności<sup>9)</sup>. Na koniec roku 2000 poziom koncentracji własności i kontroli był wysoki i zbliżony z poziomem obserwowanym dla dużej części rynków kapitałowych krajów Europy kontynentalnej. Również w latach 2001–2004 wśród spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie nie było ani jednej, która posiadałaby całkowicie rozproszony akcjonariat<sup>10)</sup>. Badania przeprowadzone przez E. Mioduchowską-Jaroszewicz<sup>11)</sup> wskazują, że 71% grup kapitałowych (123 grupy kapitałowe) ma dwóch, trzech lub czterech właścicieli z udziałem akcji powyżej 5%.

### Istota i rodzaje powiązań kapitałowych w grupach kapitałowych

**A**naliza poziomów kontroli i powiązań kapitałowych w ramach grup kapitałowych wskazuje na występowanie różnych rodzajów poziomów i powiązań. Sprawowanie kontroli nad inną jednostką jest definiowane jako zdolność jednostki do kierowania polityką finansową i operacyjną innej jednostki w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych z jej działalności. W przypadku, gdy jeden podmiot ma większość głosów na walnym zgromadzeniu innego (kontrolowanego) podmiotu, to pierwszy podmiot ma kontrolujący wpływ na politykę operacyjną i finansową spółki kontrolowanej<sup>12)</sup>. Kontrola bezpośrednia polega na dominacji udziałów kapitałowych

w innych spółkach, czyli wtedy, kiedy wartość udziałów w innych spółkach waha się pomiędzy 60 a 100%. Można również wyróżnić cztery główne poziomy kontroli wynikające z udziałów we własności<sup>13)</sup>:

- ostateczny poziom własności (*ultimate ownership level*) jest definiowany na najwyższym poziomie struktury własności w nieprzerwanym łańcuchu kontroli;

- bezpośrednie powiązania (*direct shareholdings*) dotyczą powiązań na pierwszym poziomie piramidy:

- ✓ bezpośredni, największy udział (*direct largest shareholdings*) to średni bezpośredni udział co najmniej 25% głosów;

- ostateczny poziom kontroli (*ultimate control*) oznacza mnożenie kolejnych posiadanych udziałów na poszczególnych poziomach piramidy:

- ✓ ostateczny poziom kontroli mniej-

szościowej (*ultimate minority control*) jest ilustrowany przez akcjonariusza mającego w nieprzerwanym łańcuchu udziały w wysokości co najmniej 25% przy jednoczesnym braku innych akcjonariuszy mających 25% lub więcej głosów;

- ✓ ostateczny poziom kontroli większościowej (*ultimate majority control*) jest reprezentowany przez akcjonariusza posiadającego w nieprzerwanym łańcuchu udziały w wysokości co najmniej 50% przy jednoczesnym braku innych akcjonariuszy posiadających 50%;

- ✓ *ultimate supermajority control* to akcjonariusz mający w nieprzerwanym łańcuchu udziały w wysokości co najmniej 75%;

- ostateczny poziom kontroli lewarowanej (*ultimate levered shareholdings*) jest kalkulowany przez mnożenie kolejnych posiadanych udziałów głosów; wskaźnik dźwigni kontroli (*control leverage*) jest stosunkiem bezpośrednich udziałów podzielonych przez ostateczny poziom kontroli (*ultimate levered shareholding*). Na przykład, jeżeli firma A ma 40% udziałów firmy B, a firma B ma 40% udziałów firmy C, to bezpośredni największy udział (B w C) wynosi 40%, a ostateczny udział we własności (*ultimate shareholdings*) wynosi 16% ( $40\% \times 40\% = 16\%$ ), a wskaźnik dźwigni kontroli wynosi 2,5 ( $40/16$ ).

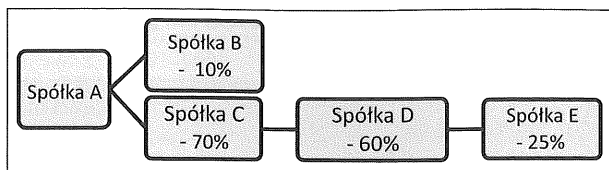
Literatura przedmiotu obejmuje także analizę poszczególnych powiązań kapitałowych ze względu na liczbę posiadanych akcji i kontrolowanych głosów. Oprócz powiązań śladowych i pełnych wyróżnia się także powiązania mniejszościowe (blokujące, zwykłe i kwalifikowane) oraz większościowe (proste, kwalifikowane i dominujące). Różne rodzaje powiązań wraz z podziałem na poziomy przedstawia tabela 1.

W efekcie występowania różnych powiązań wyróżnia się także różne kategorie kontroli w zależności od posiadanych akcji, które obejmują<sup>14)</sup>:

- akcje posiadane (O), czyli wszystkie posiadane akcje, także te bez prawa głosu;

- głosy posiadane (V) – liczba / procent posiadanych głosów przypisanych do posiadanych akcji;

- głosy kontrolowane (C) – liczba / procent głosów kontrolowanych pośrednio lub bezpośrednio oraz tych wynikających z powiązań w ramach struktury piramidowej;



Rys. 1. Typy powiązań akcjonariuszy w grupie kapitałowej

Źródło: opracowanie własne.

- kontrolowane mandaty w radzie (B), co umożliwia delegowanie swoich przedstawicieli do tego organu.

Przedstawiona typologia kategorii kontroli wymaga określenia źródła uzyskanych rozdziałów kontroli (*wedge*)<sup>15</sup>:

- stosowanie akcji uprzywilejowanych prowadzi do rozdziału typu V - O;
- stosowanie piramid oraz porozumień między akcjonariuszami odnośnie do głosowania oznacza typ C - V;
- nieproporcjonalna reprezentacja w radzie natomiast prowadzi do rozdziału typu B - C.

W grupie kapitałowej można również wyróżnić powiązania kapitałowe ze względu na wysokość udziałów (rodzaje tych powiązań przedstawiono na rysunku 1):

- kontrolujące (*affiliated*), oznaczające udziały w wysokości co najmniej 50%;
- stowarzyszone (*associated*) - wskazują, że udziały są na poziomie co najmniej 25%, czyli równym blokującym udziałom mniejszościowym (*blocking minority threshold*);
- relacje uczestniczące (*participating*) - oznaczają udziały w wysokości poniżej 25%.

Analiza powiązań przedstawionych na rysunku 1 wskazuje, że<sup>16</sup>:

- powiązania między spółkami A, C i D to powiązania kontrolujące (*affiliated*). Kontrola procentowa spółki A w D wynosi 60%, podczas gdy udział liczony na podstawie dźwigni (*leveraged basis*) wynosi 42% (70% x 60%);
- powiązania między spółkami A i E określa się jako stowarzyszone (*associated*). Kontrola procentowa spółki A w E wynosi 25%, podczas gdy udział liczony na podstawie dźwigni (*leverage basis*) wynosi jedynie 11% (70% x 60% x 25%);
- spółka A ma udziały w spółce B, zatem takie powiązania określa się jako uczestniczące (*participation*), zgodnie z rysunkiem udział wynosi 10%.

Różnorodność powiązań kapitałowych i stopni kontroli może mieć istotny wpływ na ocenę poziomu korzyści właścicieli wynikających z tej różnorodności<sup>17</sup>.

### Ocena siły akcjonariuszy mniejszościowych polskich grup kapitałowych

**W** celu weryfikacji postawionej tezy artykułu i osiągnięcia celu pracy przeprowadzono badania na 147 grupach kapitałowych funkcjonujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W pierwszym etapie badania wyodrębniono z próby badawczej przedsiębiorstwa mające w sprawozdaniu kapitał mniejszościowy i zyski mniejszościowe. Po pierwszej selekcji powstała grupa badawcza obejmująca 87 przedsiębiorstw. W ocenie

siły akcjonariuszy mniejszościowych w polskich grupach kapitałowych wykorzystano trzy wskaźniki charakteryzujące się następującymi formułami:

- wskaźnik udziału zysku mniejszościowego w zysku netto (w %):

$$\frac{Zmn}{Zn} \times 100$$

*Zmn* - zyski (straty) mniejszościowe,  
*Zn* - zysk netto,

- wskaźnik relacji kapitału mniejszościowego do kapitału własnego (w %):

$$\frac{Kmn}{Kwł} \times 100$$

*Kmn* - kapitał mniejszościowy,  
*Kwł* - kapitał własny,

- wskaźnik rentowności kapitału mniejszościowego (w %):

$$\frac{Zmn}{Kwł} \times 100$$

Wyniki badań przeprowadzonych na 87 grupach kapitałowych z wykorzystaniem trzech powyższych wskaźników zestawiono w tabeli 2.

Wnioski z badań zaprezentowanych w tabeli 2 podzielono na trzy części ze względu na rodzaj wskaźnika zastosowanego do oceny:

- Analiza danych zestawionych w tabeli 2 w zakresie **wskaźnika udziału zysków mniejszościowych w zysku netto** w latach 2008-2011 pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- minimalna wartość udziału zysku mniejszościowego w zysku netto wynosi w badanym okresie -70%, natomiast wartość maksymalna 1882%;
- wartość wskaźnika ma znaczące rozproszenie, o czym informuje odchylenie standardowe, którego wartość rośnie z 218 do 298%;
- średnia wartość wskaźnika zbadana średnią arytmetyczną wynosi odpowiednio w latach 2008-2011: 6,2%, 0,78%, -8,67%, 29,43%, co wskazuje na zróżnicowaną tendencję badanego wskaźnika i znaczny wzrost udziału zysków mniejszościowych w zysku netto w roku 2011;

- środkowa wartość wskaźnika obliczona z wykorzystaniem mediany (a również kwartyli 2, 3) wskazuje na sytuację odwrotną niż wykazała średnia arytmetyczna. 50% przedsiębiorstw w roku 2008 uzyskiwało wartość udziału zysku mniejszościowego w zysku netto powyżej 1%, a w latach 2009-2011 wartość tego wskaźnika dzieliła badane przedsiębiorstwa na dwie grupy wartością 0%, czyli 50% grup kapitałowych mogło uzyskać wartość wskaźnika powyżej 0%, a pozostałe 50% uzyskiwało poziom zysków mniejszościowych w zysku netto poniżej 0%;

- analiza obliczonych wskaźników wskazuje na rosnący udział zysków akcjonariuszy niezapewniających kontroli (*non-controlling interest*) w zysku netto badanej grupy kapitałowej.

- Analiza danych z tabeli 2 dotyczącej **relacji kapitałów mniejszościowych do kapitału własnego** pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- średnia wartość badanego wskaźnika wskazuje na mniej więcej stały poziom, wartość jego waha się od 5,15 do 6,68%, wskazując tendencję rosnącą;
- analiza danych z mediany wskazuje, że 50% grup kapitałowych w okresie 2008-2010 osiągało

Tab. 2. Wyniki pomiaru siły finansowej akcjonariuszy mniejszościowych badanych grup przedsiębiorstw

Nazwa miary statystycznej	Obliczone wartości wskaźników na podstawie danych finansowych 87 grup kapitałowych											
	Wskaźnik udziału zysku mniejszościowego w zysku netto (w %)				Wskaźnik relacji kapitału mniejszościowego do kapitału własnego (w %)				Rentowność kapitału mniejszościowego (w %)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Średnia wartość wskaźnika	6,20	0,78	-8,67	29,43	5,15	5,69	5,81	6,68	1,01	0,71	0,68	1,05
Maksymalna wartość wskaźnika	209,0	641	66,00	1882	51,0	53,0	56,0	73,0	53,0	41,0	42,0	38,0
Minimalna wartość wskaźnika	-70,00	-723	-1003	-42,00	-40	-5,00	-6,00	-3,00	-38	-7,00	-5,00	-14
Kwartyl 1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kwartyl 2	1,00	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00	2,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kwartyl 3	8,00	7,5	9,00	9,00	6,25	8,00	5,00	6,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kwartyl 4	209,0	641	66,00	1882	51,0	53,0	56,0	73,0	53,0	41,0	42,0	38,0
Kwartyl 0	-70,00	-723	-1003	-42,00	-40,0	-5,00	-6,00	-3,00	-38	-7,00	-5,00	-14,0
Odchylenie standardowe	26,3	117,9	111,5	206,6	10,9	8,9	11,0	13,1	8,4	4,6	4,7	6,0
Mediana	1	0	0	0	2	2	2	1	0	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych badanych grup kapitałowych [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl)

wartość tej relacji powyżej 2%, a 50% poniżej 2%, za to w roku 2011 mamy obniżenie wartości tego wskaźnika na dwie grupy przedsiębiorstw - dzieli ich wartość 1%;

- wartość minimalna jest ujemna i waha się w przedziale od -40 do -3%;
- wartość maksymalna wskaźnika w badanym okresie kształtuje się od 51 do 73%;
- relacja udziałowców mniejszościowych do kapitału własnego wskazuje znaczące rozproszenie wyników, które wynosi 218-219% w badanym okresie;
- analiza udziału akcjonariuszy mniejszościowych w stosunku do kapitału własnego wskazuje na niewielką, ale rosnącą siłę akcjonariuszy mniejszościowych.

■ Analiza danych po przeprowadzeniu badania w latach 2008-2011 **wskaźnikiem rentowności kapitału mniejszościowego** wskazuje na następujące wnioski:

- rosnącą nieznacznie i niską rentowność kapitału mniejszościowego z 1,01 do 1,05%;
- malejące rozproszenie wyników od 8,4 do 6,0%, przy czym lata 2009-2010 charakteryzują się niższym rozproszeniem na poziomie 4,6%;
- minimalna wartość rentowności ma tendencję rosnącą z -38 do -14%;
- maleje maksymalna rentowność w badanej grupie przedsiębiorstw z 53 do 38%;
- badane grupy kapitałowe dzielą się na takie, w których 50% uzyskuje rentowność powyżej 0%, a 50% poniżej 0%;
- rośnie efektywność akcjonariuszy mniejszościowych.

Analiza danych finansowych 87 grup kapitałowych z wykorzystaniem trzech proponowanych wskaźników do oceny pomiaru siły akcjonariuszy mniejszościowych wskazuje na niską, ale rosnącą siłę akcjonariuszy mniejszościowych polskich grup kapitałowych.

## Wnioski końcowe

**S**iłą akcjonariuszy mniejszościowych ma istotne przełożenie na wiele aspektów zarządzania przedsiębiorstwem. Badania prowadzone przez naukowców w Polsce wskazują na znaczące skoncentrowanie struktury akcjonariatu, co również potwierdzają badania prowadzone przez autorkę. Badania przedstawione w tym artykule wskazują na rosnącą rolę akcjonariuszy mniejszościowych w ostatnich latach poprzez wzrost wskaźnika udziału zysku mniejszościowego w zysku netto, wskaźnika relacji kapitału mniejszościowego do kapitału własnego oraz wskaźnika rentowności kapitału mniejszościowego. Analiza wartości tych wskaźników umożliwiła zweryfikowanie postawionej tezy o niskiej sile akcjonariuszy mniejszościowych w polskich grupach kapitałowych. Tym samym osiągnięto cel artykułu, jakim było zbadanie siły akcjonariuszy mniejszościowych.

Ważkość podjętej problematyki i jej istotność dla procesów sprawnego zarządzania przedsiębiorstwem mogą wynikać z rozbieżności interesów właścicieli i konieczności odżegnienia pojawiających się z tego tytułu konfliktów.

dr Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz  
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstw  
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania  
Uniwersytetu Szczecińskiego

## PRZYPISY

<sup>1)</sup> J. TOBOREK-MAZUR, *Kapitał mniejszości w sprawozdaniu finansowym jednostek powiązanych i połączonych*, „Problemy Rachunkowości”, październik-grudzień/2006.

<sup>2)</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, „Journal of Finance” 1999, vol. 54, issue 2, s. 471-517.

- <sup>3)</sup> A. DYCK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, „Journal of Finance” 2004, vol. 59, no. 2, s. 537–600.
- <sup>4)</sup> M. BECHT, C. MAYER, *Corporate Control in Europe*, „Revue d'Économie Politique” 2002, vol. 112, no. 4, s. 471–512.
- <sup>5)</sup> S. THOMSEN, T. PEDERSEN, H.K. KVIST, *Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control-based Governance Systems*, „Journal of Corporate Finance” 2006, vol. 12, issue 2, s. 246–269.
- <sup>6)</sup> S. THOMSEN, T. PEDERSEN, *European Ownership Concentration. Causes and Consequences*, raport European Corporate Governance Network, maj 1999, za: B. WAWRZYŃIAK (red.), *Polskie grupy kapitałowe. Perspektywa europejska*, Wydawnictwo WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2002, s. 65–66.
- <sup>7)</sup> M. FACCIO, L.H.P. LANG, *The Separation of Ownership and Control. An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations*, Conference Paper, marzec 2001, za: B. WAWRZYŃIAK (red.), *Polskie grupy kapitałowe...*, op. cit., s. 68.
- <sup>8)</sup> L. RENNEBOOG, *Concentration of Ownership and Pyramidal Shareholding in Belgian Listed Companies*, ECGN, raport 1997, za: B. WAWRZYŃIAK (red.), *Polskie grupy kapitałowe...*, op. cit., s. 69.
- <sup>9)</sup> P. TAMOWICZ, M. DZIERŻANOWSKI, *Własność i kontrola polskich korporacji – ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, „Transformacja Gospodarki” nr 110, IBnGR, Gdańsk 2002; M. ALUCHNA, *Struktura własności a efektywność przedsiębiorstwa. Przypadek polskich spółek giełdowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, SGH, Warszawa 2007.
- <sup>10)</sup> K. BYRKA-KITA, *Korzyści z tytułu kontroli nad spółką w wycenie przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” nr 10/2012.
- <sup>11)</sup> Badania przeprowadzono na 174 spółkach funkcjonujących na giełdzie na podstawie danych o akcjonariacie za rok 2010.
- <sup>12)</sup> A. HELIN, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe. Jak sporządzać sprawozdanie finansowe jednostek powiązanych*, Ośrodek Doskonalenia i Doradztwa Kadr, Gdańsk 2009, s. 43. (art.3 pkt 34 ust. 1 ustawy o rachunkowości).
- <sup>13)</sup> L. RENNEBOOG, *Shareholding Concentration and Pyramidal Ownership Structures in Belgium: Stylized Facts*, <http://ssrn.com/abstract=1395>, za: M. ALUCHNA, *Kierunki rozwoju polskich grup kapitałowych. Perspektywa międzynarodowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 66–67.
- <sup>14)</sup> B. VILLALONGA, R. AMIT, *How Are US Family Firms Controlled?* (2007), <http://ssrn.com/abstract=891004>, s. 10–11, za: M. ALUCHNA, *Kierunki rozwoju...*, op. cit., s. 68.
- <sup>15)</sup> *Ibidem*, s. 68.
- <sup>16)</sup> L. RENNEBOOG, *Shareholding Concentration...*, op. cit. Por. W. KIM, L. YOUNGJAE, T. SUNG, *What Determines the Ownership Structure of Business Conglomerates? On the Cash Flow Rights Chaebol*, KDI School of Public Policy and Management 2004, <http://ssrn.com/abstract=594741> oraz S. PERKINS, R. MORCK, B. YOUNG, *Innocents Abroad: the Hazards of International Joint Ventures with Pyramidal Group Firms* (2008), <http://ssrn.com/abstract=1097265>, za: M. ALUCHNA, *Kierunki rozwoju...*, op. cit., s. 69.
- <sup>17)</sup> Szerzej o korzyściach z tytułu kontroli zob. w: K. BYRKA-KITA, *Korzyści z tytułu...*, „Przegląd Organizacji” nr 10/2012, s. 33–35.
- BIBLIOGRAFIA**
- [1] ALUCHNA M., *Kierunki rozwoju polskich grup kapitałowych. Perspektywa międzynarodowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- [2] ALUCHNA M., *Struktura własności a efektywność przedsiębiorstwa. Przypadek polskich spółek giełdowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, SGH, Warszawa 2007.
- [3] BECHT M., MAYER C., *Corporate Control in Europe*, „Revue d'Économie Politique” 2002, vol. 112, no. 4.
- [4] BYRKA-KITA K., *Korzyści z tytułu kontroli nad spółką w wycenie przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” nr 10/2012.
- [5] DYCK A., ZINGALES L., *Private Benefits of Control: an International Comparison*, „Journal of Finance” 2004, vol. 59, no. 2.
- [6] FACCIO M., LANG L.H.P., *The Separation of Ownership and Control. An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations*, Conference Paper, marzec 2001.
- [7] FALENCIKOWSKI T., *Kształtowanie swobody decyzyjnej w zarządzaniu grupami kapitałowymi*, TNOiK „Dom Organizatora”, Toruń 2008.
- [8] HELIN A., *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe. Jak sporządzać sprawozdanie finansowe jednostek powiązanych*, Ośrodek Doskonalenia i Doradztwa Kadr, Gdańsk 2009.
- [9] KIM W., YOUNGJAE L., SUNG T., *What Determines the Ownership Structure of Business Conglomerates? On the Cash Flow Rights Chaebol*, KDI School of Public Policy and Management 2004, <http://ssrn.com/abstract=594741>
- [10] LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Corporate Ownership Around the World*, „Journal of Finance” 1999, vol. 54, issue 2.
- [11] Mioduchowska-Jaroszewicz E., *Kapitał mniejszości w zarządzaniu przedsiębiorstwem złożonym*, w: W. PLUTA, B. BERNAS (red.), *Zarządzanie finansami. Teoria i praktyka*, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- [12] PERKINS S., MORCK R., YOUNG B., *Innocents Abroad: the Hazards of International Joint Ventures with Pyramidal Group Firms* (2008), <http://ssrn.com/abstract=1097265>
- [13] REENEBOOG L., *Shareholding Concentration and Pyramidal Ownership Structures in Belgium: Stylized Facts*, <http://ssrn.com/abstract=1395>, 1996
- [14] RENNEBOOG L., *Concentration of Ownership and Pyramidal Shareholding in Belgian Listed Companies*, ECGN, raport 1997.
- [15] TAMOWICZ P., DZIERŻANOWSKI M., *Własność i kontrola polskich korporacji – ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, „Transformacja Gospodarki” nr 110, IBnGR, Gdańsk 2002.
- [16] THOMSEN S., PEDERSEN T., *European Ownership Concentration. Causes and Consequences*, raport European Corporate Governance Network, maj 1999.
- [17] THOMSEN S., PEDERSEN T., KVIST H.K., *Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control-based Governance Systems*, „Journal of Corporate Finance” 2006, vol. 12, issue 2.
- [18] TOBOREK-MAZUR J., *Kapitał mniejszości w sprawozdaniu finansowym jednostek powiązanych i połączonych*, „Problemy Rachunkowości”, październik–grudzień/2006.
- [19] TROCKI M., *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- [20] VILLALONGA B., AMIT R., *How Are US Family Firms Controlled?* (2007), <http://ssrn.com/abstract=891004>
- [21] WAWRZYŃIAK B. (red.), *Polskie grupy kapitałowe. Perspektywa europejska*, Wydawnictwo WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2002.

#### *Strength Evaluation Minority Shareholders in the Polish Capital Groups*

The purpose of this article is to measure the strength of minority shareholders and the Polish capital groups. Globalization processes occurring in the economy result in increased economic ties, social and cultural rights. Relationship cause changes in the capital market, where companies begin to compete for capital gain. Implementation of the article required the hypothesis that the strength of minority groups in the Polish capital is low. In order to implement the research hypotheses were tested about 150 groups of companies operating on the Warsaw Stock Exchange in the years 2008–2011, using three indicators (share of profit of minority interest in net income, minority equity participation in equity, return on equity minority). The research presented in this paper indicate the growing role of minority shareholders in recent years, with the increase of the share of profit of minority interest in net income, minority equity ratio relationship to equity ratio and return on equity minority. Article thesis positively verified.