

**dr Jacek MARCINKIEWICZ**

Wydział Ekonomii i Finansów  
Uniwersytet w Białymstoku  
e-mail: j.marcinkiewicz@uwb.edu.pl  
ORCID: 0000-0003-4701-8155

**mgr Magdalena KUŹMA**

Wydział Ekonomii i Finansów  
Uniwersytet w Białymstoku  
e-mail: m.kuzma@uwb.edu.pl  
ORCID: 0000-0001-8727-6955

DOI: 10.15290/oes.2022.04.110.10

**KONCENTRACJA WŁASNOŚCI I KONTROLI  
A WYNIKI SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE<sup>1</sup>**

**Streszczenie**

*Cel* – Celem badań podjętych w artykule jest określenie, czy istnieją zależności pomiędzy koncentracją struktury własnościowo-kontrolnej badanych spółek a ich wynikami finansowymi i giełdowymi, jak również zbadanie, czy występuje związek między tymi wynikami a obecnością wśród akcjonariuszy właścicieli dużych, lecz niekontrolujących pakietów głosów.

*Metoda badań* – W artykule wykorzystano analizę danych zawartych w sprawozdaniach finansowych i sprawozdaniach z działalności zarządu. Do badania zależności pomiędzy strukturą własnościowo-kontrolną badanych spółek a ich wynikami finansowymi i giełdowymi posłużono się analizą korelacji Pearsona, jednoczynnikową analizą wariancji ANOVA oraz testem nieparametrycznym Kruskala-Wallisa.

*Wnioski* – Przeprowadzone w artykule badanie wskazuje na współwystępowanie koncentracji własności i kontroli w rękach akcjonariuszy notyfikowanych oraz lepszych wyników finansowych w badanych podmiotach. Badanie pokazało również, że relacja wartości rynkowej akcji do ich wartości księgowej w spółkach, w których dwaj najwięksi akcjonariusze dysponują taką samą lub porównywalną siłą głosu, jest wyższa w porównaniu do podmiotów, w których zaobserwowano różnicę pomiędzy udziałami w głosach tych akcjonariuszy. Taka struktura własnościowo-kontrolna pozwala także na lepsze wykorzystanie posiadanych przez te spółki zasobów.

---

<sup>1</sup> Artykuł wpłynął 1.07.2022, zaakceptowano 30.09.2022.

*Oryginalność/wartość/implikacje/rekomendacje* – Artykuł podkreśla nie tylko znaczenie koncentracji struktury własnościowo-kontrolnej w kontekście wyników finansowych i giełdowych generowanych przez spółki, ale pokazuje pożądany zakres koncentracji w rękach poszczególnych akcjonariuszy. Zwraca bowiem uwagę na rolę, jaką odgrywają duzi, lecz niekontrolujący akcjonariusze w nadzorze korporacyjnym, a zwłaszcza w ograniczeniu horyzontalnego konfliktu agencji.

**Słowa kluczowe:** koncentracja własności, nadzór korporacyjny, duzi akcjonariusze niekontrolujący, konflikt agencji.

## CONCENTRATION OF OWNERSHIP AND CONTROL AND THE PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE

### Summary

*Purpose* – The purpose of the research is to investigate the links between concentration of ownership and control of analysed companies and the value of their financial and market performance, as well as to test whether this performance depends on the presence of owners of large, but non-controlling blocks of votes among shareholders.

*Research method* – The article presents an analysis of data contained in financial statements and Management Board's reports. Pearson's correlation coefficient, one-way ANOVA test and Kruskal-Wallis test were also used to investigate the links between concentration of ownership and control of analysed companies and the value of their financial and market performance.

*Results* – The conducted studies showed the concomitance of concentration of ownership and control in hands of shareholders holding over 5% of votes at the general meeting and the financial performance in the analysed entities. The research also showed that the relation between the market value of shares and their book value in companies in which shares of two largest shareholders were the same or comparable was higher than in entities in which a difference between these shares was observed. Moreover, ownership and control structure in such entities allowed them for a better use of resources.

*Originality/value/implications/recommendations* – The article emphasises not only the role of ownership and control concentration as regards the value of financial and market performance of companies, but also presents the desired scope of concentration in the hands of the individual shareholders. It draws attention to the role of large, but non-controlling shareholders in corporate governance, especially in the mitigation of the horizontal agency conflict.

**Keywords:** ownership concentration, corporate governance, non-controlling large shareholders, agency conflict.

**JEL classification:** G30, G32, G34, L25

## 1. Wstęp

Struktura własności i wynikająca z niej koncentracja siły głosu stanowi istotny mechanizm nadzoru korporacyjnego, gdyż ukazuje, jaką pozycję posiadają poszczególni akcjonariusze w spółce i określa relacje zachodzące pomiędzy nimi, kształtując tym samym ich strategię obecności w tym podmiocie [Aluchna, 2015, s. 140]. Warunkuje ona, a zwłaszcza stopień jej koncentracji, siłę i rodzaj wpływu akcjonariuszy zarówno na możliwość monitorowania działalności spółki jako całości, jak i zachowania osób nią zarządzających [Zalega, 2003, s. 106; Connolly i in., 2010, s. 1561–1589].

Wyniki badań dotyczące znaczenia struktury własnościowo-kontrolnej w funkcjonowaniu spółek pokazują, że każda forma własności (zarówno rozdrobniona, jak i skoncentrowana) może przynosić tym podmiotom korzyści, jak również powodować zagrożenia. W przypadku spółek notowanych na GPW w Warszawie, posiadających skoncentrowaną strukturę własności<sup>2</sup>, należy przede wszystkim zwrócić uwagę na możliwość wystąpienia konfliktu pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a akcjonariuszami mniejszościowymi. Istotną rolę w ograniczeniu (lub wzmocnieniu) tego konfliktu odgrywają właściciele dużych, lecz niekontrolujących pakietów akcji<sup>3</sup>.

Celem badań podjętych w artykule jest określenie, czy istnieją zależności pomiędzy koncentracją struktury własnościowo-kontrolnej badanych spółek a ich

---

<sup>2</sup> Badania przeprowadzone między innymi przez M. Aluchną, P. Urbankę, L. Bohdanowiczę i G. Urbankę, A. Adamską, M. Jerzemowską i A. Golec oraz G. Aminadava i E. Papaioannou wskazują na stabilność struktur własnościowo-kontrolnych w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wynikającą z utrzymującego się wysokiego poziomu koncentracji własności w tych podmiotach [Aluchna, 2007, s. 251; Urbanek, 2009, s. 390–391; Urbanek, 2011, s. 225; Bohdanowicz, Urbanek, 2011, s. 59; Adamska, 2013, s. 103–104; Aluchna, 2015, s. 240; Jerzemowska, Golec, 2015, s. 278; Aminadav, Papaioannou, 2020, s. 1207].

<sup>3</sup> W literaturze przedmiotu nie ma zgodności w kwestii zdefiniowania terminu dużego akcjonariusza. Część badaczy przyjmuje, że posiada on co najmniej 10% głosów [Maury, Pajuste, 2005, s. 1813–1834; Laeven, Levine, 2008, s. 579–604; Jiang i in., 2018, s. 66–83]. Inni zakładają, że udział w głosach dużego akcjonariusza wynosi minimum 5% [Długosz i in., 2006, s. 594–618; Cai, Hillier, Wang, 2015, s. 401–430]. Na potrzeby artykułu przyjęto, że termin ten odnosi się do akcjonariuszy notyfikowanych, będących w posiadaniu pakietów akcji uprawniających do wykonywania co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. W związku z tym w opracowaniu założono, że duży, lecz niekontrolujący akcjonariusz to taki, który dysponuje minimum 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, lecz nie jest właścicielem większościowego pakietu głosów.

wynikami finansowymi i giełdowymi, a także zbadanie, czy występuje związek między tymi wynikami a obecnością wśród akcjonariuszy właścicieli dużych, lecz niekontrolujących pakietów głosów.

## 2. Przegląd literatury

Zgodnie z założeniami teorii agencji występowanie rozproszonej struktury własności wzmacnia konflikt pomiędzy akcjonariuszami a kadrami zarządzającą (tzw. wertykalny konflikt agencji), pojawiający się w przypadku oddzielenia własności od kontroli [Jensen, Meckling, 1976, s. 305–360; Roe, 2008, s. 372–374]. Osoby zaangażowane do zarządzania spółką działają we własnym interesie i wykorzystują posiadaną przewagę informacyjną. Dążą one do realizacji prywatnych korzyści, co skutkuje działaniem na szkodę spółki i jej akcjonariuszy [Machek, Kubíček, 2018, s. 178]. Akcjonariusze, którzy dysponują nieznacznymi pakietami akcji, mają niewielkie możliwości i nie są wystarczająco zmotywowani, aby samodzielnie sprawować kontrolę nad działalnością spółki i osób nią zarządzających [Wang, Shailer, 2015, s. 199–200]. Chcą oni ograniczyć koszty związane z monitorowaniem kadry kierowniczej [Aluchna, 2007, s. 79], co przejawia się w pasywności tych akcjonariuszy w nadzorowaniu działalności menadżerów.

W miarę zwiększania stopnia koncentracji własności akcjonariusze stają się bardziej aktywni w monitorowaniu kadry zarządzającej. Posiadanie przez nich znaczących pakietów akcji stanowi silny bodziec, który motywuje ich do utrzymywania długoterminowych relacji ze spółką i większego zaangażowania w identyfikowaniu niewłaściwego zachowania osób nią zarządzających [Urbanek, 2011, s. 222; Hoffmann, 2014, s. 577]. Podejmują oni wówczas wysiłek i wykorzystują posiadane zasoby (zwłaszcza czas), aby skutecznie nadzorować menadżerów [Grant i in., 2011, s. 49]. Aktywność tych akcjonariuszy przejawia się przede wszystkim w uczestnictwie w obradach walnego zgromadzenia czy też zasiadaniu w składzie rady nadzorczej lub powoływaniu do niej swoich reprezentantów.

W przypadku skoncentrowanej własności może jednak nasilić się konflikt pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a akcjonariuszami mniejszościowymi, czyli tzw. horyzontalny konflikt agencji [Roe, 2008, s. 374–376]. Właściciele znaczących pakietów akcji mogą wykorzystywać swoją dominującą pozycję w celu realizacji własnych korzyści, czego konsekwencją jest podejmowanie przez nich działań naruszających interesy akcjonariuszy, których udział we własności jest niewielki [Aluchna, Mahadeo, Kaminski, 2020, s. 987–999]. Przejawem takich działań jest między innymi wprowadzanie licencji, świadczenie usług doradczych, stosowanie

cen transferowych bądź też unikanie wypłacania dywidend [Aluchna, 2007a, s. 61–64]. Co więcej, akcjonariusze większościowi mogą zdominować proces decyzyjny w spółce i prowadzić jednostronną politykę ukierunkowaną na osiągnięcie przez nich prywatnych korzyści, a także ograniczyć akcjonariuszom mniejszościowym dostęp do informacji [Caixe, Krauter, 2013, s. 142–153; Aluchna, Kuszewski, 2020, s. 3]. Ścisły monitoring ze strony właścicieli większościowych pakietów akcji i pojawiające się wówczas zagrożenie nadmierną ingerencją w kierowanie spółką skutkuje również zmniejszeniem aktywności kadry zarządzającej i jej skłonności do podejmowania ryzyka [Abdallah, Ismail, 2017, s. 108; Grosfeld, Hashi, 2007, s. 520–534].

Znaczenie koncentracji własności w funkcjonowaniu spółek i generowanych przez te podmioty wynikach finansowych i giełdowych było często poruszonym problemem badawczym w literaturze. Uzyskane w tym obszarze rezultaty badań empirycznych wskazują zarówno na pozytywne, jak i negatywne skutki obecności akcjonariuszy dominujących. Część badaczy podkreśla, że ściślejszy monitoring występujący w przypadku skoncentrowanej własności oddziałuje pozytywnie na wycenę spółek i wyniki generowane przez te podmioty [Perrini, Rossi, Rovetta, 2008, s. 312–325; Nguyen, Locke, Reddy, 2015, s. 148–161]. Inne badania akcentują, że akcjonariusz dominujący wykorzystuje swoją pozycję w spółce do czerpania prywatnych korzyści kosztem akcjonariuszy mniejszościowych [Ben-Nasr, Boubaker, Rouatbi, 2015, s. 270–273; Machek, Kubíček, 2018, s. 177–186].

Analiza literatury krajowej również wskazuje, że problematyka ta była często podejmowana przez badaczy. Wyniki badań przeprowadzonych przez J. Jeżaka, Z. Matyjasa i L. Bohdanowicza [2010, s. 227–242], A. Blajer-Gołębiowską [2010, s. 18–27] czy G. Urbankę i L. Bohdanowicza<sup>4</sup> [2011, s. 653–654] dowodzą istnienia pozytywnej zależności pomiędzy koncentracją własności a wynikami ekonomicznymi spółek. Badacze ci akcentują kluczowy wpływ akcjonariuszy dysponujących większościami pakietami akcji na efektywność funkcjonowania tych podmiotów. Natomiast zagrożenia wynikające z występowania skoncentrowanej własności ujawniają badania przeprowadzone przez M. Aluchną i B. Kamińskiego [2017, s. 485–502]. Badacze ci zwracają uwagę na naruszanie interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Podkreślają jednocześnie, że horyzontalny konflikt agencji wzmacnia się w gospodarstwach o słabych instytucjach, cechujących się niedostateczną ochroną akcjonariuszy

---

<sup>4</sup> G. Urbankę i L. Bohdanowicza [2011, s. 653–654] wykazali pozytywną zależność między koncentracją własności a wskaźnikiem ROA i brak związków między udziałem dominującego akcjonariusza w kapitale zakładowym a wskaźnikiem ROE. Podkreślić należy, że badanie dotyczyło określenia kapitału intelektualnego na rentowność polskich spółek publicznych, a wskaźnik udziału największego akcjonariusza w kapitale zakładowym stanowił jedną ze zmiennych kontrolnych.

dysponujących mniejszościowymi pakietami akcji. Z kolei analizy przeprowadzone przez M. Aluchnę [2007, s. 264] wskazały na istnienie niemonotonicznego związku między koncentracją własności a wynikami finansowymi spółek giełdowych. Badaczka zaobserwowała pogorszenie efektywności działania tych podmiotów zarówno w przypadku rozproszonej własności, jak i znacznej jej koncentracji. W pierwszej sytuacji wynika to z nasilenia wertykalnego konfliktu agencji, natomiast w drugiej jest następstwem negatywnych konsekwencji wynikających z dominacji największego akcjonariusza i jego skłonności do realizacji prywatnych korzyści.

Istotne znaczenie w kształtowaniu relacji pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a akcjonariuszami mniejszościowymi ma obecność wśród akcjonariuszy właścicieli dużych, lecz niekontrolujących pakietów głosów. Mogą oni przyczynić się do ograniczenia horyzontalnego konfliktu agencji oraz do jego eskalacji. W pierwszej sytuacji ich rola sprowadza się do sprawowania monitoringu nad akcjonariuszem dominującym [Maury, Pajuste, 2005, s. 1815; Laeven, Levine, 2008, s. 600]. Podejmowane przez niego działania, skutkujące naruszeniem interesów akcjonariuszy mniejszościowych, przynoszą negatywne konsekwencje również właścicielom dużych, lecz niekontrolujących pakietów akcji. Dlatego też są oni zmotywowani do podjęcia wysiłku w celu zapobiegania czerpaniu prywatnych korzyści przez akcjonariusza większościowego [Cai, Hillier, Wang, 2015, s. 405; Attig i in., 2013, s. 421].

Akcjonariusze dysponujący dużymi, lecz niekontrolującymi pakietami akcji, mogą również przyczynić się do zaostrzenia horyzontalnego konfliktu agencji [Cai, Hillier, Wang, 2015, s. 401]. Istnieje zagrożenie, że zawiążą oni koalicję z akcjonariuszem dominującym, gdy przyniesie ona im obustronne korzyści [Aluchna, Kamiński, 2017, s. 488–489]. Sprzyja to wówczas działaniu na szkodę akcjonariuszy mniejszościowych.

Na podstawie analizy przeprowadzonych badań literaturowych trudno jednoznacznie stwierdzić oddziaływanie (pozytywne lub negatywne) dużych, lecz niekontrolujących akcjonariuszy na wyniki spółek. Wyniki niektórych badań wskazują, że obecność w strukturze własności tych akcjonariuszy sprzyja sprawowaniu efektywnego monitoringu nad działaniami właściciela większościowego pakietu akcji. Nadzór z ich strony ogranicza skłonność dominującego akcjonariusza do wywłaszczania zasobów spółki celem uzyskania prywatnych korzyści. Konflikt agencji wynikający z rozdziału własności od kontroli i asymetrii informacyjnej ulega złagodzeniu [Attig, Guedhami, Mishra, 2008, s. 734; Jiang i in., 2018, s. 69]. Znajduje to odzwierciedlenie w wyższej wycenie spółek [Maury, Pajuste, 2005, s. 1813–1834; Laeven, Levine, 2008, s. 579–604], lepszej ochronie interesów akcjonariuszy mniejszościowych [Casado i in., 2016, s. 106] oraz zwiększeniu efek-

tywności inwestycji [Jiang i in., 2018, s. 69]. Złagodzenie konfliktu agencji sprzyja również zmniejszeniu kosztu pozyskania finansowania [Attig, Guedhami, Mishra, 2008, s. 721–737] czy ograniczeniu nadmiernej dźwigni finansowej i zjawiska tunelowania oraz zwiększeniu inwestycji kapitałowych [Boateng, Huang, 2017, s. 58–74]. Co więcej, H. Ben-Nasr, S. Boubaker i W. Rouatbi [2015, s. 265–285] wykazali, że zmniejsza się wówczas motywacja akcjonariusza kontrolującego do unikania częstego monitorowania ze strony rynku długu poprzez stosowanie zadłużenia o dłuższym terminie zapadalności.

Natomiast C.X. Cai, D. Hillier i J. Wang [2015, s. 401–430] pokazali, że gdy udział dominującego akcjonariusza jest znacznie większy niż pozostałych (występuje duży klin własnościowy – ang. *ownership wedge*), to wartość firmy<sup>5</sup> jest rosnącą funkcją względnych udziałów dwóch największych akcjonariuszy. Dysponowanie porównywalną siłą głosu przez posiadaczy dwóch największych pakietów akcji prowadzi jednak do spadku wartości firmy z uwagi na zawartą pomiędzy nimi koalicję. M. Aluchna i B. Kamiński [2017, s. 485–502] również podkreślają, że w słabym otoczeniu instytucjonalnym drugi największy akcjonariusz nie ma możliwości sprawowania skutecznego monitoringu nad akcjonariuszem dominującym, wobec czego prawdopodobne jest, że pozostanie z nim w zмовie.

### 3. Dane i metody badań

Badanie empiryczne zostało przeprowadzone na próbie spółek niefinansowych, notowanych na rynku podstawowym GPW w Warszawie w 2019 roku. Próba badawcza liczyła 160 podmiotów, które zostały wybrane metodą doboru losowego<sup>6</sup>. Dane do badania zostały pozyskane ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań z działalności zarządu (lub jednostkowych, jeżeli spółka nie tworzyła grupy kapitałowej) oraz Rocznika Giełdowego 2020 [www 1].

W literaturze powszechne jest stosowanie do pomiaru wyników spółek zarówno wskaźników opartych na danych księgowych, jak również wskaźników

---

<sup>5</sup> C.X. Cai, D. Hillier i J. Wang [2015, s. 401–430] dokonali pomiaru wartości firmy przy wykorzystaniu wskaźnika Q Tobina i relacji wartości rynkowej akcji do ich wartości księgowej.

<sup>6</sup> Minimalna liczebność próby została określona na poziomie 171 spółek. Z powodu niedostępności danych wyłączono z niej 5 podmiotów. Oprócz tego zmienne zależne cechowały się znaczną kurtozą i skośnością. Z tego powodu usunięto obserwacje odstające, znajdujące się poza zakresem trzech odchyleń standardowych od średniej, co pozwoliło na zbliżenie rozkładu tych zmiennych do rozkładu normalnego.

bazujących na cenie rynkowej akcji [Elsayed, 2011, s. 420–422; Prusty, Kumar, 2016, s. 21–22]. Z tego powodu w badaniu wykorzystano trzy wskaźniki księgowo-  
rentowność kapitałów własnych (ROE), rentowność aktywów ogółem (ROA) i rentowność sprzedaży (ROS) oraz dwa wskaźniki oparte na danych giełdowych: cenę rynkową akcji / wartość księgową akcji (C/WK) oraz wskaźnik Q Tobina (TBQ)<sup>7</sup>.

Do określenia stopnia koncentracji struktury własnościowo-kontrolnej badanych spółek wykorzystano takie zmienne niezależne, jak: udział w głosach dominującego akcjonariusza (UDZIAŁ 1), wskaźnik koncentracji – dwóch największych akcjonariuszy (KONCENTRACJA 2), wskaźnik koncentracji – trzech największych akcjonariuszy (KONCENTRACJA 3) oraz udział w głosach akcjonariuszy notyfikowanych (NOTYFIKOWANI)<sup>8</sup>. Natomiast występowanie wśród właścicieli pakietów głosów akcjonariuszy niekontrolujących, których obecność może mieć wpływ na osłabienie lub zaostrenie horyzontalnego konfliktu agencji, określono na podstawie udziału w głosach drugiego największego akcjonariusza (UDZIAŁ 2), udziału w głosach trzeciego największego akcjonariusza (UDZIAŁ 3) oraz różnicy między udziałem w głosach dominującego a drugiego największego akcjonariusza (UDZIAŁ 1 – UDZIAŁ 2).

W badaniu wykorzystano takie metody analizy danych, jak: analiza korelacji Pearsona, jednoczynnikowa analiza wariancji ANOVA oraz test nieparametryczny Kruskala-Wallisa. Analizę statystyczną przeprowadzono z wykorzystaniem programów SPSS oraz Microsoft EXCEL.

#### 4. Wyniki badań empirycznych

Statystyki opisowe zmiennych niezależnych oraz zmiennych zależnych zawiera tabela 1. Na podstawie przedstawionych w niej danych można stwierdzić, że w badanych spółkach występuje skoncentrowana struktura własnościowo-kontrolna. Średni udział dominującego akcjonariusza w głosach wyniósł 44,13%, drugiego największego – 16,23%, a trzeciego – 10,33%. W połowie badanych podmiotów

---

<sup>7</sup> Wskaźnik Q Tobina został obliczony jako iloraz sumy wartości rynkowej kapitału akcyjnego i wartości księgowej zobowiązań ogółem na koniec roku przez wartość księgową aktywów ogółem na koniec roku [Bohdanowicz, 2010, s. 22].

<sup>8</sup> Wskaźnik koncentracji (KONCENTRACJA 2, KONCENTRACJA 3, NOTYFIKOWANI) został obliczony jako skumulowany udział akcjonariuszy notyfikowanych w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, uszeregowanych w porządku malejącym [Adamska, 2013, s. 79].



udział w głosach tych akcjonariuszy przekroczył odpowiednio 37,12%, 15,00% oraz 9,32%. Dominujący akcjonariusz posiadał średnio 24,46% głosów więcej niż właściciel drugiego największego pakietu głosów. Analizując te wyniki, należy podkreślić, że zidentyfikowano spółki, w których siła głosu tych akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu była porównywalna. Wśród badanych podmiotów występowały również takie, w których różnica pomiędzy udziałami w głosach dwóch największych akcjonariuszy wyniosła niemal 90%.

**TABELA 1**  
**Statystyki opisowe dotyczące struktury własnościowo-kontrolnej**  
**badanych spółek oraz ich wyników finansowych i giełdowych**

Zmienne	N	$\bar{x}$	s	Min	Q1	Me	Q3	Max
UDZIAŁ 1	160	44,13	21,76	9,05	28,41	37,12	61,30	95,98
UDZIAŁ 2	132	16,23	8,81	5,00	9,71	15,00	21,13	47,55
UDZIAŁ 3	103	10,33	4,43	5,02	7,37	9,32	12,10	28,00
UDZIAŁ 1 – UDZIAŁ 2	132	24,46	22,50	0,00	2,41	15,90	40,25	86,78
KONCENTRACJA 2	132	55,25	18,83	16,72	42,62	52,78	67,30	100,00
KONCENTRACJA 3	103	59,86	14,73	23,88	49,74	59,86	70,81	91,06
NOTYFIKOWANI	160	70,80	16,14	23,35	60,54	71,70	83,22	100,00
ROE	150*	13,20	20,69	-83,80	3,29	8,00	13,69	126,76
ROA	160	7,57	16,25	-72,16	0,52	3,79	6,60	115,02
ROS	159**	10,58	98,66	-968,05	0,38	3,28	7,46	398,25
C/WK	160	1,28	1,49	-4,38	0,46	0,87	1,40	8,70
TBQ	160	1,14	0,78	0,20	0,77	0,97	1,27	7,51

\* Z analizy wyłączono spółki posiadające ujemne kapitały własne.

\*\* Z analizy wyłączono spółkę, która nie generowała przychodów.

Źródło: opracowanie własne.

Średni stopień koncentracji kontroli w rękach dwóch największych akcjonariuszy wyniósł 55,25%. Właściciele trzech największych pakietów głosów posiadali średnio 59,86% głosów. Natomiast średni udział akcjonariuszy mających prawo do wykonywania co najmniej 5% głosów kształtował się na poziomie

70,80%<sup>9</sup>. Zidentyfikowano spółkę, w której ich łączny udział wyniósł 23,35%, jak również taką, której akcje nie znajdowały się *we free float*.

Rentowność kapitałów własnych wyniosła średnio 13,20%, rentowność aktywów ogółem – 7,57%, a rentowność sprzedaży – 10,58%. Trzeba jednak zaznaczyć bardzo duże zróżnicowanie tych wskaźników w badanych spółkach, o czym informuje odchylenie standardowe równe odpowiednio 20,69%, 16,25% oraz 98,66%. Połowa podmiotów miała wartość wskaźnika ROE nie wyższą niż 8,00%, z kolei mediany wskaźników ROA i ROS wyniosły odpowiednio 3,79% i 3,28%. Biorąc pod uwagę wyniki giełdowe, średnia relacja ceny rynkowej akcji do ich wartości księgowej oscylowała wokół 1,28, przy czym w połowie badanych spółek wskaźnik ten nie przekroczył 0,87. Wskaźnik Q Tobina wyniósł średnio 1,14, a w połowie badanych podmiotów jego wartość była nie większa niż 0,97. W przypadku wyników giełdowych generowanych przez badane spółki również wystąpiło znaczne zróżnicowanie. Przeciętne odchylenie wskaźnika C/WK od średniej wyniosło 1,49, a wskaźnika Q Tobina – 0,78.

Zależność pomiędzy zmiennymi odnoszącymi się do struktury własnościowo-kontrolnej badanych spółek a ich wynikami finansowymi i giełdowymi została określona na podstawie analizy korelacji liniowej Pearsona (zob. tabela 2).

**TABELA 2**

**Zależność między strukturą własnościowo-kontrolną badanych spółek a ich wynikami ekonomicznymi**

Zmienne		ROE	ROA	ROS	C/WK	TBQ
UDZIAŁ 1	Korelacja Pearsona	,025	,117	-,010	-,046	-,108
	Istotność	,765	,142	,896	,561	,176
UDZIAŁ 2	Korelacja Pearsona	,128	,120	,048	,142	,321***
	Istotność	,161	,169	,586	,104	,000
UDZIAŁ 3	Korelacja Pearsona	,002	-,036	,023	-,030	,025
	Istotność	,981	,721	,816	,767	,800

<sup>9</sup> W badanych spółkach zidentyfikowano od jednego (28 podmiotów) do siedmiu akcjonariuszy notyfikowanych (6 podmiotów).

Zmienne		ROE	ROA	ROS	C/WK	TBQ
UDZIAŁ 1 – UDZIAŁ 2	Korelacja Pearsona	-,079	,029	-,066	-,105	-,219**
	Istotność	,388	,743	,452	,229	,012
KONCENTRACJA 2	Korelacja Pearsona	,024	,147*	-,034	,007	,038
	Istotność	,796	,092	,697	,936	,664
KONCENTRACJA 3	Korelacja Pearsona	-,039	,105	,010	-,067	-,038
	Istotność	,703	,292	,920	,501	,701
NOTYFIKOWANI	Korelacja Pearsona	,166**	,238***	,064	,021	,011
	Istotność	,042	,002	,421	,792	,894

\*  $p < 0,1$ \*\*  $p < 0,05$ \*\*\*  $p < 0,01$ 

Źródło: opracowanie własne.

Analiza korelacji Pearsona pokazała, że wystąpiła istotna statystycznie pozytywna zależność pomiędzy udziałem w głosach drugiego największego akcjonariusza a wskaźnikiem Q Tobina ( $r = 0,321$ ;  $p < 0,01$ ). Zaobserwowano również współwystępowanie większej koncentracji kontroli w rękach właścicieli dwóch największych pakietów głosów oraz bardziej efektywnego wykorzystania majątku spółki, czyli wyższego wskaźnika ROA ( $r = 0,147$ ;  $p = 0,092$ ). Natomiast, biorąc pod uwagę różnicę pomiędzy udziałami w głosach dominującego oraz drugiego największego akcjonariusza, wzrostowi tej różnicy towarzyszył spadek wskaźnika Q Tobina ( $r = -0,219$ ;  $p = 0,012$ ). Wyniki przeprowadzonych badań dowiodły również, że większy udział w głosach akcjonariuszy posiadających prawo do wykonywania co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu sprzyjał osiągnięciu lepszych wyników księgowych, mierzonych wskaźnikami ROE ( $r = 0,166$ ;  $p = 0,042$ ) oraz ROA ( $r = 0,238$ ;  $p = 0,002$ ).

Badanie związków pomiędzy strukturą własnościowo-kontrolną badanych spółek a ich wynikami finansowymi oraz giełdowymi uzupełniono o wskazanie, które ze zmiennych niezależnych wpływają na zróżnicowanie tych wyników. W przypadku zmiennych niezależnych odzwierciedlających stopień koncentracji

struktury własnościowo-kontrolnej do dalszej analizy wykorzystano test nieparametryczny Kruskala-Wallis<sup>10</sup>. Wyniki badań w tym obszarze przedstawia tabela 3.

TABELA 3

**Porównanie wyników finansowych i giełdowych badanych spółek z uwagi na stopień koncentracji struktury własnościowo-kontrolnej**

Zmienne		ROE	ROA	ROS	C/WK	TBQ
UDZIAŁ 1*	H Kruskala-Wallis	,930	2,059	,995	2,629	3,931
	Istotność	,628	,357	,608	,269	,140
KONCENTRACJA 2**	H Kruskala-Wallis	2,685	3,656	1,246	,807	,674
	Istotność	,261	,161	,536	,668	,714
KONCENTRACJA 3***	H Kruskala-Wallis	,396	,665	,048	2,185	,769
	Istotność	,820	,717	,976	,335	,681
NOTYFIKOWANI****	H Kruskala-Wallis	4,855	8,460	7,439	,285	,960
	Istotność	,088	,015	,024	,867	,619

\* Grupa I: < 9,05%;22,4% >; grupa II: (22,4%;65,9% >; grupa III: (65,9%;96,0% >.

\*\* Grupa I: < 16,7%;36,4% >; grupa II: (36,4%;74,1% >; grupa III: (74,1%;100% >.

\*\*\* Grupa I: < 23,9%;45,1% >; grupa II: (45,1%;74,6% >; grupa III: (74,6%;91,1% >.

\*\*\*\* Grupa I: < 23,4%;54,5% >; grupa II: (54,5%;86,9% >; grupa III: (86,9%;100% >.

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki przeprowadzonego badania pokazują, że koncentracja własności i kontroli w rękach akcjonariuszy posiadających prawo do wykonywania co najmniej 5%

<sup>10</sup> Badane spółki podzielono na trzy grupy celem wyodrębnienia podmiotów o najmniej i najbardziej skoncentrowanej strukturze własnościowo-kontrolnej, co pozwoliło na sprawdzenie, czy występuje w nich wertykalny oraz horyzontalny konflikt agencji. Podziału dokonano na podstawie klasycznych pomiarów statystyki opisowej: średnia arytmetyczna i odchylenie standardowe. Do grupy pierwszej zaliczono spółki o wartości danej zmiennej poniżej wartości stanowiącej różnicę między średnią arytmetyczną tej zmiennej a jej odchyleniem standardowym. W grupie trzeciej znalazły się podmioty o wartości danej zmiennej powyżej wartości obliczonej jako suma średniej arytmetycznej tej zmiennej i jej odchylenia standardowego. Pozostałe spółki potraktowano jako spółki typowe (grupa II).

głosów na walnym zgromadzeniu różnicowała wyniki finansowe badanych spółek, mierzone wskaźnikami ROE ( $H(2) = 4,885$ ;  $p = 0,088$ ), ROA ( $H(2) = 8,460$ ;  $p = 0,015$ ) i ROS ( $H(2) = 7,439$ ;  $p = 0,024$ ). Najwyższa rentowność kapitałów własnych (średnia ranga = 82,59), rentowność aktywów ogółem (średnia ranga = 92,96) oraz rentowność sprzedaży (średnia ranga = 89,96) występowała w podmiotach, w których akcjonariusze notyfikowani posiadali powyżej 86,9% głosów. Natomiast najłabsze wyniki finansowe (średnia ranga ROE = 57,65; średnia ranga ROA = 58,37; średnia ranga ROS = 58,78) generowały spółki, w których akcjonariusze notyfikowani dysponowali nie więcej niż 54,5% głosów. Ponadto przeprowadzony test Dunna potwierdził, że różnice w wartości tych wskaźników pomiędzy wyodrębnionymi grupami były istotne statystycznie ( $p < 0,1$ ), na co wskazują dane zawarte w tabeli 4.

TABELA 4

**Porównanie średnich rang wskaźników ROE, ROA i ROS  
pomiędzy badanymi grupami wyodrębnionymi  
pod względem udziału w głosach akcjonariuszy notyfikowanych**

Porównanie parami		ROE	ROA	ROS
Nie więcej niż 54,5% – więcej niż 55%, ale mniej niż 86,9%	Istotność	,046	,014	,016
	Istotność skorygowana*	,138	,043	,047
Nie więcej niż 54,5% – co najmniej 86,9%	Istotność	,043	,006	,012
	Istotność skorygowana*	,129	,017	,036
Więcej niż 54,5%, ale mniej niż 86,9% – co najmniej 86,9%	Istotność	,603	,306	,467
	Istotność skorygowana*	1,000	,917	1,000

\* Wartości istotności dla wielu testów skorygowano metodą Bonferroniego.

Źródło: opracowanie własne.

Natomiast nie istnieją statystycznie istotne podstawy, aby stwierdzić, że koncentracja własności i kontroli w rękach akcjonariusza dominującego oraz właścicieli dwóch i trzech największych pakietów głosów oddziaływała na zróżnicowanie wyników finansowych i giełdowych badanych podmiotów.

W przypadku zmiennych niezależnych dotyczących obecności w strukturze własnościowo-kontrolnej akcjonariuszy niekontrolujących wykorzystano jednoczyn-

nikową analizę wariancji ANOVA<sup>11</sup>. Wyniki przeprowadzonych badań pokazały, że to, jakim udziałem w głosach dysponuje drugi<sup>12</sup> (ROE:  $p = 0,668$ ; ROA:  $p = 0,582$ ; ROS:  $p = 0,283$ ; C/WK:  $p = 0,920$ ; TBQ:  $p = 0,224$ ) oraz trzeci<sup>13</sup> (ROE:  $p = 0,560$ ; ROA:  $p = 0,206$ ; ROS:  $p = 0,980$ ; C/WK:  $p = 0,328$ ; TBQ:  $p = 0,764$ )<sup>14</sup> największy akcjonariusz, nie wpłynęło na zróżnicowanie wyników finansowych i giełdowych badanych spółek. Natomiast, biorąc pod uwagę różnicę pomiędzy udziałem w głosach dominującego a drugiego największego akcjonariusza<sup>15</sup>, zaobserwowano statystycznie istotne różnice w wynikach giełdowych mierzonych wskaźnikiem C/WK ( $p = 0,008$ ) oraz Q Tobina ( $p = 0,078$ ), co przedstawia tabela 5.

TABELA 5

**Związek między różnicą pomiędzy udziałem w głosach dwóch największych akcjonariuszy a wynikami finansowymi i giełdowymi badanych spółek**

Wskaźnik	Źródło wariancji	Suma kwadratów	df	Średni kwadrat	F	Istotność
ROE	Między grupami	1120,8	3	373,6	,819	,486
	Wewnątrz grup	53850,9	118	456,4		
	Ogółem	54971,6	121			
ROA	Między grupami	1367,9	3	456,0	1,533	,209
	Wewnątrz grup	38079,1	128	297,5		
	Ogółem	39446,9	131			

<sup>11</sup> Wymogiem zastosowania jednoczynnikowej analizy wariancji ANOVA, przy niespełnionym założeniu rozkładu normalnego, jest wyodrębnienie równolicznych grup o minimalnej liczebności na poziomie 30 jednostek statystycznych. Zdecydowano się na wykorzystanie podziału kwartyłowego, co pozwoliło na podział na 4 grupy o liczebności 40 jednostek statystycznych. Taki podział umożliwi sprawdzenie, czy zmiana czynnika różnicującego powoduje jednokierunkowe (nieprzypadkowe) zmiany zmiennej wynikowej.

<sup>12</sup> Grupa I: < 5,0%;9,7% >; grupa II: (9,7%;15,0% >; grupa III: (15,0%;21,1% >; grupa IV: (21,1%;47,55% >.

<sup>13</sup> Grupa I: < 5,0%;7,4% >; grupa II: (7,4%;9,3% >; grupa III: (9,3%;12,1% >; grupa IV: (12,1%;28,0% >.

<sup>14</sup> W przypadku niespełnienia założenia o jednorodności wariancji, sprawdzonego za pomocą testu Levene'a, poziom istotności został określony na podstawie testu Welcha.

<sup>15</sup> Grupa I: < 0%;2,4% >; grupa II: (2,4%;15,9% >; grupa III: (15,9%;45,3% >; grupa IV: (45,3%;86,8% >.

Wskaźnik	Źródło wariancji	Suma kwadratów	df	Średni kwadrat	F	Istotność
ROS	Między grupami	46702,5	3	15567,5	1,325	,424*
	Wewnątrz grup	1492505,5	127	11752,0		
	Ogółem	1539208,1	130			
C/WK	Między grupami	34,5	3	11,6	6,050	,008*
	Wewnątrz grup	243,5	128	1,9		
	Ogółem	278,1	131			
TBQ	Między grupami	10,5	3	3,5	6,274	,078*
	Wewnątrz grup	71,1	128	,6		
	Ogółem	81,6	131			

\* Istotność określona na podstawie testu Welcha.

Źródło: opracowanie własne.

Badania w tym obszarze uzupełniono o sprawdzenie (na podstawie testu Tamhane'a), które z wyodrębnionych grup wykazywały rozbieżności. Wyniki przeprowadzonej analizy zawiera tabela 6.

**TABELA 6**

**Porównanie średniego wskaźnika C/WK i Q Tobina pomiędzy badanymi spółkami z uwagi na różnice pomiędzy udziałem w głosach dwóch największych akcjonariuszy**

Istotność różnicy między udziałem w głosach dwóch największych akcjonariuszy wyniosła:	Nie więcej niż 2,4%		Ponad 2,4%, lecz nie więcej niż 15,9%		Ponad 15,9%, lecz nie więcej niż 40,3%		Powyżej 40,3%	
	C/WK	TBQ	C/WK	TBQ	C/WK	TBQ	C/WK	TBQ
nie więcej niż 2,4%	–		,009	,081	,033	,081	,233	,065
ponad 2,4%, lecz nie więcej niż 15,9%	,009	,081	–		,997	1,000	,277	1,000
ponad 15,9%, lecz nie więcej niż 40,3%	,033	,081	,997	1,000	–		,726	1,000
powyżej 40,3%	,233	,065	,277	1,000	,726	1,000	–	

Źródło: opracowanie własne.

W spółkach, w których dwaj najwięksi akcjonariusze dysponują taką samą lub porównywalną siłą głosu (różnica nie większa niż 2,4%), bieżąca wycena przez rynek ich wartości księgowej była wyższa w porównaniu do podmiotów, w których ta różnica wyniosła od 2,4% do 40,3% ( $p < 0,05$ ). Co więcej, przeprowadzone badania pokazały, że wyniki giełdowe tych spółek, mierzone wskaźnikiem Q Tobina, były wyższe niż podmiotów, w których różnica w głosach dwóch największych akcjonariuszy była większa niż 2,4% ( $p < 0,1$ ).

## 5. Podsumowanie

Przeprowadzone badanie dotyczyło dwóch aspektów. Pierwszy z nich odnosił się do określenia zależności pomiędzy koncentracją struktury własnościowo-kontrolnej badanych spółek a ich wynikami finansowymi i giełdowymi. Uzyskane wyniki wskazują na współwystępowanie koncentracji własności i kontroli, mierzonej udziałem w głosach akcjonariuszy notyfikowanych, oraz lepszych wyników finansowych badanych podmiotów. Posiadanie znaczących pakietów głosów przez tych akcjonariuszy motywuje ich do większego zaangażowania w sprawowanie nadzoru nad kadrą zarządzającą, służąc tym samym ograniczeniu wertykalnego konfliktu agencji. Jednocześnie należy podkreślić, że takiego związku nie zaobserwowano w przypadku koncentracji własności i kontroli w rękach właścicieli jednego, dwóch oraz trzech największych pakietów głosów. Uzyskane wyniki pokazały zatem, że skoncentrowana własność i kontrola sprzyja generowaniu lepszych wyników finansowych, gdy autorem tej koncentracji nie jest jeden wyraźnie dominujący akcjonariusz lub dwóch (albo trzech) takich akcjonariuszy, a akcjonariusze dysponujący mniejszymi, lecz znaczącymi pakietami głosów. Z tego powodu istotne było zbadanie, czy zachodzi związek pomiędzy obecnością wśród największych akcjonariuszy badanych spółek właścicieli dużych, lecz niekontrolujących pakietów głosów a ich wynikami finansowymi i giełdowymi. Badania pokazały, że relacja wartości rynkowej akcji do ich wartości księgowej w spółkach, w których dwaj najwięksi akcjonariusze dysponują taką samą lub porównywalną siłą głosu, jest wyższa w porównaniu do podmiotów, w których zaobserwowano różnicę pomiędzy udziałami w głosach tych akcjonariuszy. Taka struktura własnościowo-kontrolna pozwala również na lepsze wykorzystanie posiadanych przez te spółki zasobów, co znajduje odzwierciedlenie w wyższym poziomie wskaźnika Q Tobina w tych podmiotach. Z jednej strony, sprawowany wówczas monitoring nad akcjonariuszem dominującym umożliwia ograniczenie jego niewłaściwego zachowania polegającego na naruszaniu interesów akciona-



riuszy mniejszościowych. Z drugiej, możliwe jest zawiązanie koalicji pomiędzy tymi akcjonariuszami, służącej poprawie jakości zarządzania spółką poprzez skuteczniejszy nadzór nad menadżerami.

Przeprowadzone badanie empiryczne ma jednak ograniczenia. Należy przede wszystkim podkreślić, że obecność dużych, lecz niekontrolujących akcjonariuszy wśród właścicieli pakietów akcji została określona na podstawie trzech zmierzających. Z tego powodu kolejne analizy w tym obszarze powinny koncentrować się również na zastosowaniu innych miar, które odzwierciedlą, jaką pozycję w spółce i względem siebie mają akcjonariusze, dysponujący znaczącymi pakietami głosów. Przeprowadzone badanie obejmowało okres jednego roku, dlatego też dalsze analizy powinny uwzględniać dłuższy horyzont czasowy. Pozwoli to na sprawdzenie, czy zaobserwowane zależności utrzymują się w dłuższym okresie.

## Literatura

- Abdallah A.A., Ismail A.K., 2017, *Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries*, "Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", Vol. 46, s. 98–115, DOI: 10.1016/j.intfin.2016.08.004.
- Adamska A., 2013, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
- Aluchna M., 2007, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M., 2007a, *Struktura własności a efektywność przedsiębiorstwa. Przypadek polskich spółek giełdowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 77, s. 59–81.
- Aluchna M., 2015, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Aluchna M., Kamiński B., 2017, *Ownership structure and company performance: a panel study from Poland*, "Baltic Journal of Management", Vol. 12(4), s. 485–502, DOI: 10.1108/BJM-01-2017-0025.
- Aluchna M., Kuszewski T., 2020, *Does Corporate Governance Compliance Increase Company Value? Evidence from the Best Practice of the Board*, "Journal of Risk and Financial Management", Vol. 13(10), s. 1–21, DOI:10.3390/jrfm13100242.
- Aluchna M., Mahadeo J.D., Kaminski B., 2020, *The association between independent directors and company value. Confronting evidence from two emerging markets*, "Corporate Governance International Journal of Business in Society", Vol. 20(6), s. 987–999, DOI: 10.1108/CG-08-2019-0263.
- Aminadav G., Papaioannou E., 2020, *Corporate Control around the World*, "The Journal Of Finance", Vol. 75(3), s. 1191–1246, DOI: 10.1111/jofi.12889.

- Attig N., El Ghouli S., Guedhami O., Rizeanu S., 2013, *The governance role of multiple large shareholders: evidence from the valuation of cash holdings*, "Journal of Management & Governance", Vol. 17(2), s. 419–451, DOI: 10.1007/s10997-011-9184-3.
- Attig N., Guedhami O., Mishra D., 2008, *Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity*, "Journal of Corporate Finance", Vol. 14(5), s. 721–737, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008.
- Ben-Nasr H., Boubaker S., Rouatbi W., 2015, *Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity*, "Journal of Corporate Finance", Vol. 35, s. 265–285, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2015.10.001.
- Blajer-Gołębiewska A., 2010, *The Ownership Structure and the Performance of the Polish Stock Listed Companies*, "Journal of International Studies", Vol. 3(1), s. 18–27, DOI: 10.14254/2071-8330.2010/3-1/2.
- Boateng A., Huang W., 2017, *Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: evidence from an emerging market*, "Corporate Governance", Vol. 25(1), s. 58–74, DOI: 10.1111/corg.12184.
- Bohdanowicz L., 2010, *Wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów spółek publicznych na wyniki spółek*, „Master of Business Administration”, nr 3, s. 18–30.
- Bohdanowicz L., Urbanek G., 2011, *Struktury własnościowe polskich spółek publicznych a efektywność ich kapitału intelektualnego*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica”, nr 258, s. 49–64.
- Cai C.X., Hillier D., Wang J., 2015, *The Cost of Multiple Large Shareholders*, "Financial Management", Vol. 45(2), s. 401–430, DOI: 10.1111/fima.12090.
- Caixe D.F., Krauter E., 2013, *The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil*, "Revista Contabilidade & Finanças", Vol. 24(62), s. 142–153, DOI: 10.1590/s1519-70772013000200005.
- Casado R.B., Burkert M., Dávila A., Oyon D., 2016, *Shareholder Protection: The Role of Multiple Large Shareholders*, "Corporate Governance: An International Review", Vol. 24(2), s. 105–129, DOI: 10.1111/corg.12131.
- Connelly B.L., Hoskisson R.E., Tihanyi L., Certo S.T., 2010, *Ownership as a Form of Corporate Governance*, "Journal of Management Studies", Vol. 47(8), s. 1561–1589, DOI: 10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x.
- Długosz J., Fahlenbrach R., Gompers P., Metrick A., 2006, *Large blocks of stock: Prevalence, size, and measurement*, "Journal of Corporate Finance", Vol. 12(3), s. 594–618, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.04.002.
- Elsayed K., 2011, *Board size and corporate performance: the missing role of board leadership structure*, "Journal of Management & Governance", Vol. 15(3), s. 415–446, DOI: 10.1007/s10997-009-9110-0.
- Grant R.M., Butler B., Hung H., Orr S., 2011, *Contemporary Strategic Management: An Australasian Perspective*, John Wiley & Sons Australia Ltd., Milton.
- Grosfeld I., Hashi I., 2007, *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and the Czech Republic*, "Corporate Governance. A international Review", Vol. 15(4), s. 520–534, DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00585.x.

- Hoffmann P.S., 2014, *Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value: panel data evidence for Chilean firms*, "Review of Managerial Science", Vol. 8(4), s. 575–604, DOI: 10.1007/s11846-013-0115-3.
- Jensen M.C., Meckling W.H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics", Vol. 3(4), s. 305–360, DOI: 10.1016/0304-405x(76)90026-x.
- Jerzemowska M., Golec A., 2015, *Nadzór korporacyjny w Polsce*, [w:] *Corporate governance: BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Jerzemowska M., Golec A., Zamojska A. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Jeżak J., Matyjas Z., Bohdanowicz L., 2010, *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju (podsumowanie badań)*, [w:] *Koncepcje i metody zarządzania strategicznego oraz nadzoru korporacyjnego. Doświadczenia i wyzwania*, Zakrzewska-Bielawska A. (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Jiang F., Cai W., Wang X., Zhu B., 2018, *Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China*, "Journal of Corporate Finance", Vol. 50, s. 66–83, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2018.02.001.
- Laeven L., Levine R., 2008, *Complex ownership structures and corporate valuations*, "Review of Financial Studies", Vol. 21(2), s. 579–604, DOI: 10.1093/rfs/hhm068.
- Machek O., Kubiček A., 2018, *The relationship between ownership concentration and performance in Czech Republic*, "Journal of International Studies", Vol. 11(1), s. 177–186, DOI: 10.14254/2071-8330.2018/11-1/13.
- Maury B., Pajuste A., 2005, *Multiple large shareholders and firm value*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 29(7), s. 1813–1834, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2004.07.002.
- Nguyen T., Locke S., Reddy K., 2015, *Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?*, "International Review of Financial Analysis", Vol. 41, s. 148–161, DOI: 10.1016/j.irfa.2015.06.005.
- Perrini F., Rossi G., Rovetta B., 2008, *Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market*, "Corporate Governance", Vol. 16(4), s. 312–325, DOI: 10.1111/j.1467-8683.2008.00695.x.
- Prusty T., Kumar S., 2016, *Effectivity of Corporate Governance on Financial Performance of IT Companies in India with Special Reference to Corporate Board*, "Amity Journal of Corporate Governance", Vol. 1(1), s. 15–33.
- Roe M.J., 2008, *The Institutions of Corporate Governance*, [w:] *Handbook of New Institutional Economics*, Ménard C., Shirley M.M. (red.), Springer, Berlin.
- Urbanek G., Bohdanowicz L., 2011, *Wpływ kapitału intelektualnego na rentowność polskich spółek publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 46, s. 647–657.
- Urbanek P., 2009, *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1, s. 383–398.

- Urbanek P., 2011, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, „Zeszyty Naukowe. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne”, nr 9, s. 215–237.
- Wang K., Shailer G., 2015, *Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta-analysis*, “Journal of Economic Surveys”, Vol. 29(2), s. 199–229, DOI: 10.1111/joes.12048.
- Zalega K., 2003, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- www 1, [https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl\\_id=158&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2020](https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=158&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2020) [data dostępu: 5.04.2022].