

**Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz,
Malwina Szczepkowska**

**Efektywność rodzinnych grup
kapitałowych notowanych na WGPW**

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 50/3, 71-83

2017

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.



DOI: 10.18276/sip.2017.50/3-06

Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz*

Uniwersytet Szczeciński

Malwina Szczepkowska**

Uniwersytet Szczeciński

EFEKTYWNOŚĆ RODZINNYCH GRUP KAPITAŁOWYCH NOTOWANYCH NA WGPW

Streszczenie

Wśród sektora MSP podmioty rodzinne dominują ze względu na znaczenie wartości i roli rodziny we własności i kontroli, jednak na znaczeniu zyskują również duże, rodzinne podmioty, w których własność i nadzór nad działalnością znajduje się w rękach jednej rodziny. Badania wskazują, że już 1/3 światowych globalnych podmiotów to rodzinne spółki holdingowe. W Polsce możemy zaobserwować coraz więcej rodzinnych grup kapitałowych, odgrywających znaczącą rolę w gospodarce. W artykule przedstawiono zatem problemy funkcjonowania i rozwoju rodzinnych grup kapitałowych. Celem niniejszego tekstu jest ocena struktury własnościowej rodzinnych grup kapitałowych i jej wpływu na sytuację finansową grupy.

Słowa kluczowe: firmy rodzinne, rodzinne grupy kapitałowe, analiza efektywności przedsiębiorstw

Wprowadzenie

Celem artykułu jest ocena struktury własnościowej rodzinnych grup kapitałowych i jej wpływu na sytuację finansową badanej grupy przedsiębiorstw. Podstawą

* Adres e-mail: edyta.mioduchowska-jaroszewicz@usz.edu.pl

** Adres e-mail: malwina.szczepkowska@usz.edu.pl

przeprowadzenia analizy rodzinnych grup kapitałowych jest wyodrębnienie ich ze zróżnicowanych form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw, w tym celu najpierw zdefiniowano przedsiębiorstwo rodzinne, aby następnie dokonać identyfikacji rodzinnej grupy kapitałowej. Zaprezentowana analiza dotyczy badania stopnia rodzinności podmiotów z wykorzystaniem wskaźnika SFI, a także ich efektywności z wykorzystaniem wskaźnika ROE i ROC.

1. Istota firm rodzinnych

Rodzinne przedsiębiorstwa to zjawisko typowe w gospodarce wielu krajów. Stanowią jeden z fundamentów światowej gospodarki, a ich tworzenie i funkcjonowanie przez pokolenia miało i ma istotne znaczenie nie tylko dla rozwoju gospodarek krajowych, ale również gospodarki globalnej. Przedsiębiorstwami rodzinnymi mogą być zarówno duże korporacje międzynarodowe, jak i bardzo małe podmioty gospodarcze (Bogacz-Miętka, 2011, s. 237–238). Wiele międzynarodowych badań potwierdza, że znacząca część dużych podmiotów ma jednego lub kilku udziałowców, którym najczęściej jest rodzina. Badania La Porta (1999) wskazały, że 30% światowych firm jest kontrolowanych przez rodzinę.

Najpoważniejszą trudnością dotyczącą firm rodzinnych pozostaje ich definicja. Jej sformułowanie budzi wiele kontrowersji wśród badaczy i wpływa na szacowanie liczby tych podmiotów w gospodarce (Casillas, 2007, s. 18–20). Podstawowym problemem jest dualny charakter przedsiębiorstw rodzinnych: mieszanie się wartości biznesu i wartości rodziny. Normy funkcjonowania rodziny i przedsiębiorstwa wydają się być przeciwstawne, choć równie ważne dla ich istnienia. Aby uzyskać sukces na obu płaszczyznach, warto połączyć obie sfery i, wykorzystując efekt synergii, dążyć do wspólnoty wartości członków rodziny-przedsiębiorstwa (Więcek-Janka, 2013, s. 20–21).

W celu zdefiniowania przedsiębiorstw rodzinnych można, na podstawie przeglądu literatury, wyodrębnić cztery podejścia (Więcek-Janka, 2013, s. 21; Stradomski, 2010, s. 42):

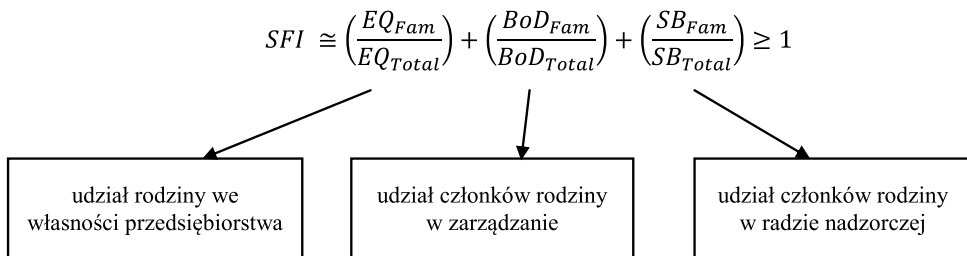
- kryterium własności, struktura własności rodziny w podmiocie, dążenie do jej dominacji;
- kryterium zarządzania, uwzględnienie udziału członków rodziny w zarządzaniu przedsiębiorstwem, funkcje, jakie pełnią;
- połączenie kryterium zarządzania i własności;

- transfer międzypokoleniowy – przekazanie własności i/lub kontroli w ręce kolejnego pokolenia, proces sukcesji;
- kryterium prawne, definicja ustawowa;
- kryterium subiektywne – samookreślenie przedsiębiorstwa jako rodzinnego.

Najczęstszym kryterium wyodrębnienia przedsiębiorstw rodzinnych jest własność firmy, która w znaczącej części powinna pozostawać w rękach rodziny. Zwykle przyjmuje się większościowy pakiet 50% udziału. Jednak, z uwagi na rosnący udział dużych podmiotów oraz tych notowanych na giełdzie, gdzie rozproszenie własności jest powszechne, przyjmuje się także 25% próg udziałów rodziny. Dwa najważniejsze na świecie stowarzyszenia: European Family Business oraz Family Business Network definiują giełdową firmę rodzinną jako taką, w której rodzina ma przynajmniej 25% udział we własności oraz przynajmniej jeden jej członek faktycznie zarządza przedsiębiorstwem lub sprawuje nad nim nadzór (Lipiec, 2015, s. 144). Takie ujęcie przedsiębiorstwa rodzinnego łączy kryterium zarządzania i własności.

Kryterium połączenia własności i kontroli zostało również wykorzystane do stworzenia wskaźnika SFI (*Substantial Family Influence*) zaproponowanego przez Klein (2000). Zgodnie z założeniem autorki, kluczowa dla wyodrębnienia firm rodzinnych jest kontrola, rozumiana jako: udział rodziny we własności firmy, w jej zarządzaniu i nadzór rodziny nad funkcjonowaniem podmiotu (rysunek 1).

Rysunek1. Syntetyczny wskaźnik SFI



Źródło: (Stradomski, 2010, s. 44).

Interpretacja tego wskaźnika wskazuje, że słaby wpływ rodziny na funkcjonowanie podmiotu występuje, gdy wynik jest na poziomie 0,5–1,0; wynik do 1,5 oznacza średni wpływ rodziny, a wartość powyżej 1,5 będzie identyfikowała firmy o silnym wpływie rodziny na przedsiębiorstwo.

Opierając się na istniejących definicjach firm rodzinnych, w celu badania podmiotów rodzinnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, można przyjąć następującą definicję: przedsiębiorstwo rodzinne to taki podmiot, w którym przynajmniej jeden z członków rodziny uczestniczy w zarządzaniu i/lub nadzorze firmy, a kapitał w całości lub w decydującej części znajduje się w posiadaniu rodziny. Taka definicja pozwoli na wyodrębnienie grupy giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych, następnie podmiotów o charakterze grupy kapitałowej i przeprowadzenie analizy ich efektywności.

2. Specyfika rodzinnych grup kapitałowych

Rodzinna grupa biznesowa jest dość typową formą funkcjonowania przedsiębiorstw rodzinnych w Azji i Europie, mniej natomiast popularną w Stanach Zjednoczonych. Podobnie jak inne rodzaje przedsiębiorstw rodzinnych, rodzinna grupa biznesowa charakteryzuje się zaangażowaniem rodziny w decyzje strategiczne, jednak jej działanie jest bardziej skomplikowane, gdyż składa się z wielu firm partnerskich, których cele mogą być wzajemnie sprzeczne (Hsi-Mei, 2014, s. 260–271). Jest siecią wewnątrznie powiązanych, poprzez zarządzanie i własność, spółek, których zaangażowanie na zewnątrz może być motywowane różnymi celami. Podobnie jak inne rodzaje przedsiębiorstw rodzinnych, rodzinna grupa biznesowa charakteryzuje się wpływem zarządzania i własności rodziny na decyzje strategiczne podmiotu. Rodzinne grupy biznesowe są postrzegane jako skupiające się na zwiększaniu swojej wartości ekonomicznej poprzez wykorzystywanie zasobów, aby w efekcie osiągnąć założone cele (Hsi-Mei, 2014).

We współczesnym świecie gospodarczym wiele firm ma dominującego udziałowca, zwykle rodzinę lub państwo (La Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 1999). Jednak w części krajów, jak kraje azjatyckie czy Włochy, Hiszpania, pojedyncze osoby lub rodziny kontrolują dużą liczbę firm jednocześnie w postaci rodzinnych grup biznesowych. W takiej strukturze rodzina właścicieli organizuje własność firm członkowskich grupy albo w struktury horyzontalne, albo w struktury piramidalne. Pierwsza oznacza, że rodzina ma tytuł własności bezpośrednio w zarządzanych firmach. Struktura piramidalna to natomiast forma, w której rodzina uzyskuje kontrolę poprzez łańcuch relacji właścicielskich: rodzina bezpośrednio kontroluje firmę, która z kolei kontroluje inną firmę, która może sama kontrolować inną firmę itd. Pomimo wszechobecności rodzinnych piramidalnych struktur biznesowych, nie ma

jednoznacznej oceny ich istnienia. Można wskazywać, że struktury takie tworzy się, aby rodzina mogła przejąć kontrolę nad firmą, używając jedynie niewielkiej części środków finansowych (*cash flow*). Zapewnienie kontroli nad podmiotem w ten sposób może być szczególnie korzystne dla rodziny, która chce rozdzielenia przepływu środków pieniężnych od praw głosu, co powinno prowadzić do oddzielenia własności od kontroli w rodzinnej grupie kapitałowej. W literaturze znaleźć można wiele przykładów grup piramidalnych, gdzie taka separacja występuje (zob. Claessens i in., 2000; Almeida, Wolfenzon, 2006, s. 2637–2638).

Również polskie duże firmy rodzinne coraz częściej przyjmują formę grup kapitałowych i stają się znacznie bardziej widoczne w polskiej gospodarce. Duże rodzinne grupy kapitałowe, takie jak: Pamapol, Duda, Konspol czy Fakro, stanowią trwałe elementy naszej gospodarki. Wiele z nich zaczynało jako małe podmioty, ale z czasem przeobraziły się w duże przedsiębiorstwa (Mariański, 2013, s. 232). W polskich grupach raczej pojawia się horyzontalna forma grupy kapitałowej, a skomplikowanie struktury spółek podległych w grupie nie jest tak duże, jak np. w Stanach Zjednoczonych. Dodatkowo częściej spotyka się sytuację dominacji rodziny we własności struktury z równoczesną jej kontrolą nad działalnością grupy spółek.

3. Metodologia badania

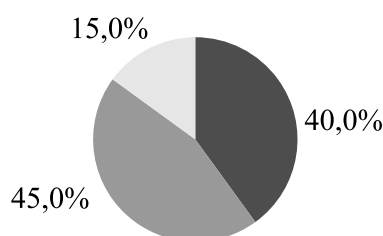
Do przeprowadzenia analizy polskich rodzinnych grup kapitałowych wykorzystano dane publikowane na stronie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Spośród 485 notowanych spółek wyodrębniono 46 podmiotów rodzinnych działających w formie grupy kapitałowej¹. W celu określenia rodzinności badanych podmiotów obliczono wskaźnik SFI, w którym uwzględniono udział członków rodziny w zarządach i radach nadzorczych. Wyniki zaprezentowano na rysunku 2.

Rodzina w zdecydowanej większości rodzinnych grup kapitałowych (60%), notowanych na WGPW, miała istotny wpływ na podejmowane w nich decyzje, zarówno poprzez własność, jak i nadzór oraz zarządzanie. Około 40% badanych podmiotów można określić jako takie, w których rodzina ma słaby wpływ na funkcjonowanie podmiotu. Jak wspomniano wyżej, w zdecydowanej większości poddanych analizie firm rodzina miała znaczący udział we własności. Mimo tego nie miała jednak

¹ Lista spółek notowanych na WGPW na dzień 23.05.2017. W ocenie rodzinności brano pod uwagę udział członków rodziny we własności, członkostwo we władzach Zarządu i Rady Nadzorczej na podstawie informacji zamieszczonych w raportach grup kapitałowych.

udziału w organach nadzoru, takich jak zarząd czy rada nadzorcza, co obniżyło ostateczny wynik wskaźnika SFI. Uzyskane wyniki wpływu rodziny w grupach kapitałowych mogą być zaniżone z uwagi na pewną słabość zastosowanej metodologii. Mianowicie, do analizy przyjęto identyfikację członków rodziny po wspólnym nazwisku, co eliminuje m.in. sukcesorki. Dodatkowo twórcy wskaźnika SFI mówią również o możliwości ujęcia w nim osób spoza rodziny, a delegowanych do organów nadzoru w imieniu rodziny. Oba te czynniki mogłyby dodatkowo zwiększać wpływ rodziny na funkcjonowanie podmiotu. Sprawdzenie, czy takie przypadki mają miejsce w badanych spółkach, jest jednak niemożliwe bez szczegółowych wywiadów.

Rysunek 2. Charakterystyka badanej grupy pod względem wskaźnika SFI



- podmioty o słabym wpływie rodziny
- podmioty o średnim wpływie rodziny
- firmy o silnym wpływie rodziny

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z WGPW.

Kolejnym krokiem w badaniu była ocena efektywności rodzinnych grup kapitałowych; w tym celu wykorzystano najbardziej popularne w ocenie efektywności wskaźniki – wskaźniki rentowności. Uzyskanie rentowności w przedsiębiorstwie jest możliwe, gdy firma generuje zysk, natomiast wygosparowanie zysku, gdy przychody przewyższają koszty uzyskania przychodów. Rentowność to podstawowe kryterium działalności przedsiębiorstwa nierozłącznie związane z działalnością gospodarczą (Waśniewski, 1997, s. 428). Kiedy spółka generuje zysk, możliwe jest zastosowanie wskaźników rentowności w celu porównania wielkości zysku (efektywności) ich z innymi. W ocenie rentowności rodzinnych grup kapitałowych zbadano rentowność kapitału własnego i całkowitego.

Wskaźnik rentowności kapitałów zainwestowanych (*Return On Capital*) jest najbardziej syntetycznym miernikiem oceny efektywności gospodarowania. Należy

zwrócić uwagę na formułę wskaźnika ujmującą zysk netto w liczniku wzoru, powiększony o odsetki od kapitału obcego i tarczę podatkową (1-T). Formuła ta zapewnia obliczenie pełnego poziomu rentowności z całego zainwestowanego kapitału w przedsiębiorstwo. Wskaźnik jest miarą efektywności całości zainwestowanego kapitału, niezależną od struktury kapitałowej (finansowej). Nadaje się również do porównania firm o zróżnicowanych poziomach zadłużenia, gdyż w liczniku uwzględniono zarówno wyniki przynależne właścicielom (zysk netto), jak i wierzycielom (odsetki). Formuła wskaźnika ROC jest następująca (Waśniewski, Skoczylas, 2004, s. 246–247):

$$ROC = \frac{Zn + ods(1-T)}{pKZ} \times 100$$

gdzie:

Zn – zysk netto,

Ods – odsetki,

T – stopa podatku dochodowego,

$1-T$ – tarcza podatkowa,

pKZ – przeciętny (średni) kapitał zainwestowany (aktywa).

Wskaźnik rentowności kapitału własnego (*Return On Equity*) jest miernikiem oceny wyników działalności użytecznym dla akcjonariuszy. Ilustruje on zdolność firmy do generowania zysku z każdej złotówki kapitału własnego, dlatego wielkością tego wskaźnika zainteresowani są przede wszystkim akcjonariusze i udziałowcy. Wskaźnik rentowności kapitału własnego ocenia efektywność zaangażowanych kapitałów nie tylko podstawowych, ale też kapitałów, które zostały wniesione przez właścicieli w formie nadwyżki ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej, dopłat do kapitału czy też wypracowanego zysku, którego wielkość zasiliła kapitał własny. W ocenie tego wskaźnika istotne są nie tylko porównania w czasie i z planem, ale także porównania w przestrzeni, dające możliwość oceny efektywności kapitału właścicieli na tle innych przedsiębiorstw z tego sektora, jak również w porównaniu z alternatywnymi kierunkami inwestowania. Formuła wskaźnika ROE jest następująca (Waśniewski, Skoczylas, 2004, s. 248–249):

$$ROE = \frac{Zn}{pKWŁ} \times 100$$

Gdzie:

$pKWŁ$ – przeciętny (średni) kapitał własny.

Najbardziej dyskusyjne jest zastosowanie wskaźników rentowności do pomiaru rentowności w przedsiębiorstwach nie generujących zysk, tylko stratę. Wydaje się, że tego rodzaju pomiar jest błędny, ponieważ z formuły wskaźnika wynika, że w liczniku obu wzorów występuje zysk. Dodatkowo w przedsiębiorstwach, które generują stratę netto, i równocześnie występuje ujemny kapitał własny, przy obliczaniu wskaźnika ROE, otrzymujemy dodatnią wartość. Taki wynik nie oznacza jednak pozytywnej sytuacji finansowej podmiotu, wręcz przeciwnie – bardzo złą.

4. Analiza rentowność rodzinnych grup kapitałowych

Analiza rentowności rodzinnych grup kapitałowych została dokonana na próbie 46 spółek giełdowych notowanych na GPW w latach 2015–2016 i jest kolejnym etapem w badaniu siły powiązania pomiędzy strukturą własności a wynikami finansowymi. Ocena rentowności została dokonana z wykorzystaniem dwóch wskaźników rentowności: kapitału własnego i kapitału zainwestowanego. Wyniki uzyskane po zastosowaniu formuł wskaźników zestawiono w tabeli 1.

Analiza rentowności kapitału własnego wskazuje, że w 2016 roku w badanej grupie spółek znalazło się aż 14 spółek deficytowych, a 32 rodzinne grupy kapitałowe uzyskały rentowność. Opłacalność kapitału własnego dla całej badanej grupy spółek była dość niska, ponieważ tylko dwie z nich osiągnęły rentowność powyżej 20%; były to spółki Monnari i Trans Polonia; tylko siedem spółek notowało stopę zwrotu z przedziału 10%–20% – AB, Boryszew, Mirbud, Marvipol, Vindexus, Wandalex i Wistil. Trzeba też zaznaczyć, że Marvipol i Neuca to spółki, które osiągnęły stopę zwrotu z kapitału własnego bliską 20%. W grupie spółek z najniższą rentownością kapitału własnego znalazły się aż 23 spółki. Najwyższą rentowność w badanej grupie w uzyskała Trans Polonia 20,20%.

Średnia rentowność analizowanej grupy podmiotów rodzinnych, po wyeliminowaniu spółek deficytowych, wyniosła 8,82%. Połowa badanych spółek osiągnęła stopę zwrotu z kapitału własnego na poziomie 8,10% (mediana), a kolejna połowa poniżej tej wartości. Odchylenie standardowe kształtowało się poniżej średniej i wyniosło 6,56%, co oznacza, że wyniki badanej grupy są dość mocno zdywersyfikowane i nie można mówić o średnich typowych wartościach charakteryzujących tą grupę spółek rodzinnych. W 2016 roku sytuacja finansowa, uwzględniająca rentowność kapitału własnego badanych spółek rodzinnych grup kapitałowych, nie była zadawalająca i w związku z tym można powiedzieć, że nie była interesującą formą inwestycji dla akcjonariuszy zewnętrznych.

Tabela 1. Wskaźniki rentowności kapitału własnego i całkowitego w rodzinnych grupach kapitałowych w latach 2015–2016

Nazwa spółki	2016	
	ROE (w %)	ROC (w %)
1	2	3
AB	11,70	3,97
ABM SOLID w upadłości układowej	-1,04	1,82
ALCHEMIA	-0,04	0,04
ALMA MARKET	x	-47,89
ATM GRUPA	8,77	6,12
BORYSZEW	12,88	5,50
COMARCH	9,22	5,54
CZERWONA TOREBKA	-23,30	-17,28
DROZAPOL-PROFIL	-0,90	-0,54
DROP	-22,27	-9,05
ENERGOINSTAL	-10,89	-3,56
FARMACOL	9,84	4,75
FEERUM	-4,58	-2,70
FAMUR	9,96	6,19
FOTA	x	-40,88
INTER GROCLIN AUTO	0,95	0,60
INTROL	7,16	3,38
IMPEL	7,80	2,80
INTERBUD-LUBLIN	-228,36	-28,02
KOMPUTRONIK	2,28	0,80
MO-BRUK	2,92	1,59
MENNICA POLSKA	9,54	5,86
MONNARI TRADE	20,20	17,53
MIRBUD	6,71	2,49
MARVIPOL	19,26	7,76
NETMEDIA	-1,30	-1,05
NEUCA	19,92	4,21
NTT SYSTEM	2,63	1,27
PATENTUS	-18,09	-10,19
PMPG POLSKIE MEDIA	25,87	15,50
POLSKA GRUPA ODLEWNICZA	7,94	5,49
PAMAPOL	2,97	1,17
REDAN SPÓŁKA AKCYJNA	4,30	1,85
SELENA FM SPÓŁKA AKCYJNA	7,70	4,30
SKYLINE INVESTMENT	-4,20	-3,63
TRITON DEVELOPMENT	-11,61	-8,08
TRANS POLONIA	20,62	7,20
TESGAS	-15,12	-5,32
UNIMA 2000	8,10	3,00

1	2	3
VINDEXUS	12,56	2,67
WASKO	0,18	0,17
WANDALEX	10,81	5,29
WOJAS	2,83	0,62
WISTIL	11,97	5,58
ZPUE	4,52	2,56
ZUE	0,19	0,11
\bar{x} średnia arytmetyczna*	8,82	4,25
Me Mediana*	8,10	3,97
SD Odchylenie standardowe*	6,56	3,84

x – Alma Market w roku 2015 roku uzyskała ujemny wynik finansowy netto, wartość straty netto przewyższyła poziom kapitału podstawowego i kapitałów zapasowych, przez co spółki wygenerowały również ujemny wskaźnik kapitału własnego.

* w obliczeniach średniej, mediany i SD wyeliminowano 16 spółek, które posiadały ujemny wynik finansowy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych publikowanych przez badane spółki.

Drugi badany wskaźnik, ocena rentowności zainwestowanego kapitału, informuje o efektywności zainwestowanego kapitału zarówno własnego, jak i obcego. Dlatego też formuła wskaźnika oprócz efektu kapitału własnego, czyli zysk netto, uwzględnia również efekt kapitału obcego w formie odsetek płaconych od pożyczek, kredytów, *leasingu* finansowego. Wskaźnik jest idealnym miernikiem możliwym do porównywania efektywności działania spółek, który wykorzystują różne źródła finansowania. Rentownością zainwestowanego kapitału można ocenić efektywność zarządzania zainwestowanym kapitałem.

W 2016 roku badana grupa spółek osiąga przeciętną efektywność zainwestowanego kapitału na poziomie 4,25% (średnia arytmetyczna), a 50% badanych spółek osiągnęło rentowność zainwestowanego kapitału powyżej 3,97% (mediana). Odchylenie od średniej wartości rentowności zainwestowanego kapitału wynosiło 3,84%, co oznacza, że wyniki pod względem efektywności w badanej grupie przedsiębiorstw są znacznie zróżnicowane. Dość wysoką efektywnością w gospodarowaniu kapitałem całkowitym charakteryzowały się tylko dwie spółki: Monnari Trade i PMPG Polskie Media, dla których wskaźnik wynosił około 20%. Wśród badanych spółek 22 z 32 osiągających rentowność, uzyskały również rentowność kapitału zainwestowanego powyżej rentowności kapitału własnego. Taka sytuacja oznacza, że spółki, korzystając z obcych źródeł finansowania, generowały dodatkowe jednostki zysku i w ten sposób podwyższały swoją stopę zwrotu z kapitału własnego i prawidłowo wykorzystywały kapitał obcy.

5. Wpływ rodzinności grup kapitałowych na ich efektywność

W celu zbadania wpływu rodzinności grup kapitałowych na ich efektywność wykorzystano współczynnik korelacji Pearsona. Zbadano korelację między współczynnikiem SFI a wskaźnikami rentowności ROE i ROC. W tabeli 2 przedstawiono wyniki współczynnika korelacji Pearsona między SFI a wskaźnikiem ROE oraz ROC.

Tabela 2. Wskaźnik korelacji pomiędzy wskaźnikiem SFI a wskaźnikami ROE i ROC

Współczynnik korelacji rang Pearsona	
SFI a ROE	0,15
SFI a ROC	0,18

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych publikowanych przez badane spółki.

Analiza korelacji pomiędzy wskaźnikiem rodzinności a wskaźnikami rentowności kapitału własnego i kapitału całkowitego w 2016 roku skutkuje następującymi wnioskami:

- siła korelacji pomiędzy udziałem rodziny we własności a rentownością spółki jest słaba, zatem trudno ocenić taką zależność,
- kierunek powiązań jest dodatni, co oznacza, że wzrost stopnia rodzinności spółek powoduje wzrost efektywności działania przedsiębiorstwa,
- wzrost rodzinności badanych spółek, rozumiany jako rosnący udział rodziny w strukturze własnościowej firmy, powoduje wzrost stopy zwrotu kapitału własnego,
- rosnąca rodzinność przedsiębiorstwa powoduje wzrost efektywności zaangażowanego kapitału całkowitego,
- siła powiązań między wskaźnikiem SFI a ROE jest słabsza, niż między wskaźnikiem SF a ROC, czyli istnieje większa zależność pomiędzy rodzinnością a efektywnością kapitału zainwestowanego.

Na podstawie przedstawionych wyników analizy przeprowadzonej na 46 rodzinnych grupach kapitałowych notowanych na WGWP, ze względu na bardzo niewielki poziom wskaźnika korelacji pomiędzy rodzinnością tych podmiotów a ich rentownością, nie można stwierdzić jednoznacznych powiązań. Zależność między obydwoimi zmiennymi jest dodatnia, co może oznaczać, że wzrost rodzinności, dokładniej: udziału rodziny we własności spółek, wpływa na poprawę ich rentowności, szczególnie w obszarze efektywności kapitału zainwestowanego.

Reasumując, można powiedzieć, że prowadzenie badań na grupie firm rodzinnych jest trudne, tak z uwagi na kontekst teoretyczny, jak i empiryczny. Na wielowątkowość zagadnienia nakłada się specyficzna grupa rodzinnych grup kapitałowych, które są skomplikowane z samej swojej struktury organizacyjnej. Ten poziom zawiłania sprawia, że mimo coraz większej liczby badań, dalej formułowanych jest coraz więcej pytań i wątpliwości.

W artykule dokonano charakterystyki rodzinnych grup kapitałowych, wskazując na ich specyficzne, różnicujące cechy. Analizę przeprowadzono na podmiotach notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych i stwierdzono dominujący udział rodziny we własności spółek. Po zastosowaniu wskaźnika SFI okazało się, że w 15% badanych podmiotów wpływ rodziny na ich funkcjonowanie jest bardzo silny, a w 45% dość silny. Wpływ rodziny można zaobserwować również na ich efektywności, gdyż choć bardzo słaba, to istnieje pozytywna korelacja pomiędzy wskaźnikiem SFI a wskaźnikami rentowności.

W kontekście zaprezentowanej teorii i wyników analiz ciekawe wydaje się poszukiwanie odpowiedzi na pytania:

- 1) Dlaczego tak duży udział własności spółki jest w rękach jednej rodziny?
- 2) Z jakiego powodu rodzina posiada udziały w spółkach powiązanych, wykorzystując grupy kapitałowe?

Literatura

- Almeida, H.V., Wolfenzon, D. (2006) A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance*, LXI (6).
- Anderson, R.C., Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58.
- Bogacz-Miętka, O. (2011). *Kompendium wiedzy o nadzorze i kontroli nad przedsiębiorstw.* Warszawa: CeDeWu.
- Casillas, J.C., Acedo, F.J., Moreno, A.M. (2007). *International entrepreneurship in family business.* Cheltenham: Edward Elgar.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65.
- Hsi-Mei, Ch. (2014). The role of family management and ownership on semi-globalization pattern of globalization: The case of family business groups. *International Business Review*, 23.

- Klein, S.B. (2000). Family Businesses in Germany: Significance and Structure. *Family Business Review*, XIII (3).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54.
- Lipiec, J. (2015). Definiowanie giełdowej firmy rodzinnej. W: J. Klimek, B. Żelazko (red.), *Innowacyjność firm rodzinnych – uwarunkowania i przejawy*. Warszawa: SGH.
- Mariański, A. (2013), Rodzinne grupy kapitałowe. *Firmy Rodzinne – wyzwania globalne i lokalne, Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, XIV (6).
- Mariański, A. (2006). *Strategie małych i średnich przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*. Rozprawa doktorska, Wrocław, maszynopis.
- Stradomski, M. (2010). *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*. Warszawa: PWE.
- Waśniewski, T. (1997). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: FRR w Polsce.
- Waśniewski, T., Skoczylas, W. (2004). *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: FRR w Polsce.
- Więcek-Janka, E. (2013). *Wiodące wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwami rodzinnymi*. Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej.

EFFECTIVENESS OF FAMILY CAPITAL GROUPS LISTED ON THE WSE

Abstract

The article presents the problems of family formation and development of equity groups. In general, family businesses are identified with the small and medium enterprises. However, there is a group of family businesses that grow larger and form groups of companies. Most family businesses, currently operating as holding companies, started from small businesses. In Poland, we can observe of more and more family holding companies playing a significant role in the economy. This article attempts to assess the ownership structure of family capital groups and its impact on the financial situation of the group.

Translated by Malwina Szczepkowska

Keywords: family capital group, a family business, the company, holding company, the development strategy of the family business

JEL Codes: G30, G31, G33