

Bogna Kaźmierska-Józwiak, Jakub Marszałek

Uniwersytet Łódzki

WŁAŚCICIELSKIE UWARUNKOWANIA STRATEGII FINANSOWANIA – WYBRANE PRZYKŁADY SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE¹

Streszczenie: Związki między koncentracją własności spółki a stosowaną strategią finansowania są często poruszane w literaturze przedmiotu. Powszechnie przyjmuje się, że wzrost koncentracji własności powoduje ograniczanie finansowania długiem. W artykule dokonano analizy struktury finansowania w zależności od stopnia skoncentrowania własności w wybranych spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Celem pracy było ustalenie występowania statystycznych związków między koncentracją własności a polityką finansowania. Przeprowadzona analiza wskazuje na umiarkowane skorelowanie parametrów. Ustalono, że w niektórych przypadkach wzrost koncentracji własności powoduje ograniczanie finansowania długiem. Jednak inne przykłady sugerują zależność przeciwną. Przyczynami tej rozbieżności mogą być specyficzne cechy badanych sektorów.

Słowa kluczowe: koncentracja własności, strategia finansowania, zadłużenie, spółki publiczne.

1. Wstęp

Funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstwa wymagają zaangażowania kapitału. Decyzje dotyczące wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstwa, a co za tym idzie – wyboru struktury kapitału przedsiębiorstwa, stanowią odwieczny dylemat osób zarządzających, mają bowiem istotny wpływ na sytuację finansową, rynkową i strategiczną przedsiębiorstwa. Wybór pomiędzy kapitałem własnym a obcym zależy od analizy korzyści i kosztów związanych z rodzajem kapitału. Niemniej jednak istotna jest także sytuacja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa, warunki panujące na rynku finansowym, a także przyjęte cele i strategia działania przedsiębiorstwa oraz sposób i styl zarządzania [Duliniec 1998, s. 80]. Powstaje zatem pytanie, czy istotny wpływ na decyzje dotyczące kształtowania relacji pomiędzy długiem a kapitałem własnym w przedsiębiorstwie ma układ struktur właścicielskich danego podmiotu, czy raczej znaczenie ma tu specyfika branżowa przedsiębiorstw.

¹ Artykuł finansowany w ramach realizacji projektu badawczego własnego pt. „Struktura finansowania a rozwój przedsiębiorstw rodzinnych regionu łódzkiego” Nr NN 115 302038 na lata 2010-2012

2. Wpływ struktur właścicielskich na funkcjonowanie przedsiębiorstw

Wpływ struktur właścicielskich przedsiębiorstwa na jego funkcjonowanie poddawany był analizom wielokrotnie. Jednak wyniki prowadzonych badań nie zawsze są jednoznaczne. Badacze podkreślają, że układ struktury właścicielskiej ma istotny wpływ na działanie przedsiębiorstwa i osiągnięte przez nie wyniki finansowe. Generalnie zakłada się pozytywną relację pomiędzy koncentracją własności i efektywnością spółek, co potwierdza wiele badań między innymi A. Shleifera i R.W. Vishny'ego [1986], H. Shorta, E. Gedajlovica i D. Shapiro [1998], S. Thomsena i T. Pedersona [2000]. Uważa się, że rozproszenie akcjonariatu pozwala menedżerom na realizowanie ich własnych celów, które nie zawsze są zgodne z celami akcjonariuszy. Z kolei w spółkach o silnie skoncentrowanej własności przez jednego akcjonariusza pomijane mogą być cele i interesy akcjonariuszy mniejszościowych.

Jak zauważa M. Aluchna [2007], nie tylko stopień koncentracji struktur własnościowych, ale także rodzaj własności ma wpływ na funkcjonowanie spółek i ich wyniki. L. Bohdanowicz i J. Jeżak analizują zależność wyników finansowych spółek w kontekście struktur właścicielskich menedżerów. Wyniki ich badań pokazują, że w sytuacji gdy „menedżerowie osiągają relatywnie duży udział w strukturach własnościowych spółek, wyraźnie dążą do wzrostu bilansowej wartości aktywów spółek, co wiąże się najprawdopodobniej z chęcią uzyskania wyższych wynagrodzeń, gdyż te są silnie skorelowane z wartością aktywów” [2009].

Co do badań nad wpływem struktur właścicielskich na podejmowane decyzje w zakresie finansowania przedsiębiorstwa (skłonności do zaciągania długu), to należy zauważyć, iż jest to obszar dotąd nie przebadany dogłębnie. Badania w omawianym zakresie prowadzili między innymi M. Jensen i W. Meckling [1976], według których w przypadku spółek o silnie skoncentrowanych strukturach właścicielskich możliwe jest unikanie długu jako źródła finansowania, co wynika z niechęci do monitorowania działań spółki przez kredytodawców, a w skrajnej sytuacji – utraty kontroli na ich rzecz. W tego typu spółkach preferowany zatem będzie, zwykle droższy, kapitał własny, dla bezpieczeństwa zachowania pełnej kontroli nad spółką.

Z kolei R. Rajan i L. Zingales [1995] sugerują, że wpływ struktury własności spółki na jej strukturę kapitału nie jest oczywisty. Wyniki ich badań pokazują natomiast, że obecność dużych akcjonariuszy zmniejsza problem rozbieżności celów właścicieli i menedżerów, opisywany w teorii agencji.

T.J. Brailsford, B.R. Oliver i S.L.H. Pua [2002] badali decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie w zakresie struktury kapitału z perspektywy menedżerskiej. Uważają oni, że na decyzje w zakresie finansowania przedsiębiorstwa (relacja długu do kapitału własnego) wpływ mają cele i preferencje menedżerów. Jak argumentują, przy niskim poziomie udziału właścicielskiego menedżerów w spółce, jest on pozytywnie powiązany ze wskaźnikiem długu, przy wysokim zaś – udział długu jest redukowany.

M.C. Jensen [1986] uważa, że polityka finansowa przedsiębiorstwa może być również rozpatrywana z punktu widzenia wewnętrznego mechanizmu kontroli, który może zmniejszyć konflikt agencyjny pomiędzy właścicielami a menedżerami, co będzie istotne zwłaszcza w przypadku skoncentrowanych struktur właścicielskich.

3. Właścicielskie uwarunkowania strategii finansowania – wybrane przykłady spółek notowanych na GPW w Warszawie

Badania nad występowaniem związków pomiędzy stopniem koncentracji własności spółek a przyjętymi strategiami finansowymi w zakresie stopnia zadłużenia skoncentrowano na wybranych przypadkach podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przyjęto jednak, że stopień zadłużenia może być uzależniony od rodzaju działalności, jaką przedsiębiorstwo realizuje. Dlatego dokonano osobnych obliczeń dla poszczególnych, wybranych sektorów, koncentrując się na: działalności deweloperskiej, mediach, informatyce oraz branży spożywczej. Wybór sektorów nie był przypadkowy, ponieważ starano się, by reprezentowane były różne strategie finansowe. Sektor deweloperski wiąże się ze znacznym zaangażowaniem inwestycyjnym w toku działalności operacyjnej, co może skutkować wyższym poziomem zadłużenia. Branża informatyczna to w dużej mierze usługi, stąd potencjalnie mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obcy. Sektory medialny czy spożywczy to działalności o wyśrodkowanym przypuszczalnie zadłużeniu w stosunku do dwóch uprzednio wymienionych. Badaniu poddano spółki wchodzące w skład subindeksów sektorowych warszawskiej giełdy.

Ze względu na konieczność ustalenia stopnia koncentracji własności na dany moment do obliczeń przyjęto koniec I kwartału 2010, gdy dokonano już korekty sprawozdań finansowych przedsiębiorstw za rok 2009. Te sprawozdania wykorzystano do oceny strategii finansowania. Badaniem objęto 4 wybrane wskaźniki, określające charakter zadłużenia przedsiębiorstw: wskaźnik pokrycia majątku, stopę zadłużenia, wskaźnik obsługi zadłużenia oraz relację dług/EBITDA. Pierwszy z mierników, będący ilorzem wartości kapitałów własnych i majątku trwałego, pokazuje, jak ofensywna jest stosowana strategia finansowa. Tak zwana złota reguła bilansowa zaleca, aby wskaźnik ten był mniejszy od jedności [Wypych (red.) 2000, s. 191]. Wówczas wykorzystuje dźwignię finansową do podnoszenia rentowności. Stopa zadłużenia to relacja zobowiązań ogółem do sumy bilansowej – informuje o stopniu zadłużenia przedsiębiorstwa. Wskaźnik obsługi zadłużenia, będący relacją EBITDA do kosztów finansowych, także wskazuje na to, jak ofensywna jest stosowana strategia finansowa. Niski poziom wskaźnika oznacza wzrost ryzyka finansowego spółki i stosowanie agresywnej polityki finansowania. Podobnych informacji dostarcza analiza relacji dług/EBITDA, która dla agresywnej polityki finansowania powinna być jak najniższa. Można zatem stwierdzić, że spółka stosująca agresywną politykę finansowania powinna charakteryzować się stosunkowo niskim poziomem

wskaźnika pokrycia majątku oraz wskaźnika obsługi zadłużenia, przy jednoczesnych, wysokich wartościach relacji dług/EBITDA i stopy zadłużenia.

Stopień koncentracji własności spółki wyznaczono za pomocą wskaźnika Herfindahla-Hirschmana (HHI). Miernik ten jest sumą kwadratów poszczególnych udziałów wszystkich akcjonariuszy:

$$HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2,$$

gdzie: S_i – procentowy udział i -tego akcjonariusza w akcjonariacie,
 n – liczba akcjonariuszy.

Wysoki poziom indeksu HHI oznacza wysoki stopień koncentracji własności lub wpływu na zarządzanie w spółce. Z uwagi na fakt uprzywilejowania części akcji i wynikającej z tego różnicy między udziałem własnościowym oraz liczbą głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy analizę przeprowadzono dla obu parametrów i wyznaczono dla nich osobne wartości HHI.

W tabeli 1 przedstawiono wartości indeksu HHI oraz wybrane wskaźniki zadłużenia dla spółek sektora spożywczego. Zwraca uwagę przede wszystkim stosunkowo wysoki poziom średniej wielkości HHI w porównaniu z innymi badanymi sektorami. Oznacza to największy stopień skoncentrowania własności. Jednocześnie badane spółki miały najniższy średni poziom wskaźnika pokrycia majątku, co oznacza najbardziej agresywne finansowanie majątku trwałego i może wynikać z cech sektora. Średnio też w 40% finansowały swoją działalność z kapitałów obcych. Trudno jednak doszukać się wyróżniającej, sektorowej strategii finansowania, ponieważ pozostałe średnie poziomy wskaźników nie wyróżniają spółek branży spożywczej.

Stopień skorelowania indeksu HHI ze wskaźnikami zadłużenia nie jest wysoki. Uwagę zwraca przede wszystkim zależność HHI akcji ze wskaźnikiem obsługi zadłużenia. Zauważalna, dodatnia korelacja sugeruje, że w miarę wzrostu stopnia skoncentrowania własności maleją względne koszty finansowe, co oznacza łagodzenie polityki finansowania². Tendencję tę potwierdza umiarkowana korelacja HHI akcji ze wskaźnikiem pokrycia majątku. Stan ten jest ciekawy, jeśli uwzględnić fakt najniższego średniego poziomu wskaźnika i najwyższego stopnia skoncentrowania. Może to oznaczać, że badane spółki generalnie stosują agresywną politykę finansowania, która jest łagodzona przez zwiększających swoje posiadanie akcjonariuszy. Wnioski te zdają się potwierdzać przeciwne zależności HHI akcji ze stopą zadłużenia i relacją dług/EBITDA. Stopień skorelowania jest co prawda na granicy akceptowalności, ale jego znak wskazuje na obniżanie ryzyka finansowego w badanych spółkach wraz ze wzrostem koncentracji posiadania.

W tabeli 2 zaprezentowano analogiczne wyliczenia przeprowadzone dla spółek sektora mediów. Przeciętny wskaźnik koncentracji własności jest tu zbliżony do tych, jakie występują w branży informatycznej i deweloperskiej. Spółki tylko w 33%

² Poziom korelacji 0,5 uważa się za minimalny, aby siłę związków między cechami określić jako umiarkowaną (zob. [Starzyńska 2004, s. 164]).

Tabela 1. Zależności pomiędzy wartościami indeksu Herfindahl-Hirschmana a wybranymi wskaźnikami zadłużenia spółek sektora spożywczego, notowanych na giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na koniec I kwartału 2010 roku)

Spółka	Indeks HHI		Wskaźnik pokrycia majątku	Stopa zadłużenia	Wskaźnik obsługi zadłużenia	Dług/ EBITDA
	akcje	głosy				
AMBRA	0,39	0,38	1,01	0,38	2,46	5,48
DUDA	0,62	0,61	0,91	0,49	-0,13	-9,17
ELSTAR OILS	0,27	0,27	1,03	0,61	1,87	8,06
GRAAL	0,18	0,18	0,93	0,45	1,22	13,68
INDYKPOL	0,40	0,67	0,90	0,58	4,15	5,63
JUTRZENKA	0,40	0,41	0,98	0,31	11,42	3,10
KERNEL	0,33	0,33	1,11	0,49	5,38	1,80
HOOP	0,55	0,45	0,90	0,11	-0,15	-64,44
MAKARONY POLSKIE	0,29	0,29	0,78	0,42	5,01	5,75
MIESZKO	0,44	0,44	1,12	0,54	6,62	5,04
MISPOL	0,47	0,53	1,09	0,35	0,63	35,88
PAMAPOL	0,36	0,26	0,82	0,42	2,65	10,93
PEPEES	0,20	0,20	0,96	0,41	0,17	90,78
SEKO	0,59	0,66	1,46	0,34	31,69	3,31
SOBIESKI	0,24	0,28	0,09	0,99	0,47	21,28
WAWEL	0,80	0,30	1,89	0,25	56,87	1,26
WILBO	0,39	0,49	1,97	0,31	4,13	5,90
Średnia arytmetyczna	0,41	0,40	1,06	0,44	7,91	8,49
Odchylenie standardowe	0,16	0,15	0,42	0,19	14,70	29,10
Współczynnik korelacji	akcje		0,54	-0,49	0,69	-0,47
	głosy		0,24	-0,17	0,08	-0,33

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Financials (www.securities.com).

finansują się kapitałem obcym, co wskazuje na zachowawczą strategię finansowania. Do podobnych wniosków skłania analiza przeciętnego poziomu wskaźnika pokrycia majątku, będąca na dość wysokim poziomie 1,4, jak i pozostałe przeciętne wartości wskaźników zadłużenia.

Ciekawych informacji dostarczają wyniki badań nad korelacją indeksu HHI ze wskaźnikami zadłużenia. Można zaobserwować umiarkowany, ale negatywny związek indeksu HHI i wskaźnika pokrycia majątku, co sugeruje, że w miarę wzrostu koncentracji własności następuje zaostrzenie polityki finansowania aktywów trwałych. Potwierdza to umiarkowana dodatnia korelacja HHI ze stopą zadłużenia. Wyciągnięcie jednoznacznych wniosków jest trudne z uwagi na dodatnie skorelowania

Tabela 2. Zależności pomiędzy wartościami indeksu Herfindahl-Hirschmana a wybranymi wskaźnikami zadłużenia spółek sektora mediów, notowanych na giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na koniec I kwartału 2010 roku)

Spółka	Indeks HHI		Wskaźnik pokrycia majątku	Stopa zadłużenia	Wskaźnik obsługi zadłużenia	Dług/EBITDA
	akcje	głosy				
AGORA	0,24	0,27	1,18	0,21	3,78	3,24
ATMG	0,30	0,32	1,42	0,13	61,93	2,74
CAM MEDIA	0,19	0,35	2,70	0,26	3,25	9,91
CINEMA	0,24	0,40	1,07	0,09	0,11	0,01
CITY INTERACTIVE	0,33	0,33	1,23	0,49	-4,70	-4,17
CYFROWY POLSAT	0,51	0,59	0,95	0,58	50,68	1,40
K2 INTERNET	0,11	0,12	2,23	0,29	5,26	2,94
MUZA	0,12	0,06	1,70	0,43	9,30	15,40
NETMEDIA	0,18	0,18	0,80	0,32	5,34	7,11
POINT GROUP	0,21	0,21	1,59	0,30	1,98	2,71
TVN	0,35	0,35	0,56	0,58	2,60	3,70
Średnia arytmetyczna	0,25	0,29	1,40	0,33	13,63	4,09
Odchylenie standardowe	0,12	0,15	0,63	0,17	22,94	5,19
Współczynnik korelacji	akcje		-0,57	0,49	0,51	-0,54
	głosy		-0,34	0,20	0,45	-0,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Financials (www.securities.com).

HHI ze wskaźnikiem obsługi zadłużenia i ujemną zależność z relacją dług/EBITDA. Oznacza to, że rosnącej koncentracji własności towarzyszy spadek ryzyka finansowego spółek. Może to być jednak także spowodowane wzrostem EBITDA i wtedy uprzednie wnioski są uzasadnione.

Trudności interpretacyjnych dostarcza analiza danych zawartych w tab.3. Badanie wykazało jedynie umiarkowaną ujemną zależność indeksu HHI ze wskaźnikiem pokrycia majątku, co potwierdza obserwacje poczynione na spółkach medialnych. Jednak brak związków statystycznych z pozostałymi wskaźnikami finansowymi nie pozwala na daleko idące uogólnienia. Przyczyną takiego stanu rzeczy może być duże zróżnicowanie wskaźnika obsługi zadłużenia i relacji dług/EBITDA w stosunku do zmienność indeksu HHI. Ciekawe wydaje się też to, że spółki informatyczne mają najniższy poziom koncentracji własności i jednocześnie stopy zadłużenia. Wnioski natury ogólnej są jednak trudne do wyciągnięcia.

Badaniu poddano także grupę 16 spółek deweloperskich, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, jednak uzyskane wyniki okazały się niezadowolające. Podobnie jak w przypadku spółek informatycznych, uzyskano silną, wynoszącą 0,87 korelację indeksu HHI i wskaźnika pokrycia majątku. Zależność

Tabela 3. Zależności pomiędzy wartościami indeksu Herfindahl-Hirschmana a wybranymi wskaźnikami zadłużenia spółek sektora informatycznego, notowanych na giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na koniec I kwartału 2010 roku)

Spółka	Indeks HHI		Wskaźnik pokrycia majątku	Stopa zadłużenia	Wskaźnik obsługi zadłużenia	Dług/ EBITDA
	akcje	głosy				
ARCUS	0,09	0,26	5,97	0,35	1,34	27,27
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS	0,15	0,23	1,29	0,10	0,36	0,80
ASSECO POLAND	0,23	0,23	0,92	0,15	4,32	1,81
ASSECO SOUTH EASTERN EUROPE	0,30	0,30	1,10	0,01	15,63	0,40
ASSECO SLOVAKIA	0,29	0,29	1,25	0,11	27,43	1,72
ATM	0,29	0,36	0,94	0,23	3,77	2,32
B3SYSTEM	0,46	0,46	1,24	0,55	1,82	36,12
COMARCH	0,23	0,28	1,07	0,36	12,25	3,54
COMP WARSZAWA	0,38	0,40	1,16	0,22	3,57	4,07
ELZAB	0,11	0,12	2,47	0,24	12,89	1,74
INFOVIDE MATRIX	0,35	0,35	1,19	0,26	33,70	3,91
NOVITUS	0,22	0,22	1,74	0,28	10,32	2,16
NTT	0,15	0,15	2,04	0,38	-0,26	-0,36
ONE2ONE	0,04	0,04	1,82	0,72	11,59	15,97
OPTIMUS	0,42	0,42	0,11	0,90	-7,10	-17,67
PC GUARD	0,38	0,45	1,54	0,08	97,50	5,43
PROCAD	0,09	0,10	3,51	0,24	16,11	10,31
Średnia arytmetyczna	0,23	0,26	1,89	0,31	11,81	2,31
Odchylenie standardowe	0,13	0,14	1,53	0,21	22,00	17,67
Współczynnik korelacji	akcje		-0,60	-0,03	0,28	0,04
	głosy		-0,60	-0,07	0,29	0,13

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Financials (www.securities.com).

ta jest jednak dodatnia. Nie stwierdzono związku statystycznego indeksu HHI z pozostałymi wskaźnikami finansowymi. Przyczyną tego stanu rzeczy wydaje się ogromna zmienność wyników finansowych uzyskanych przez spółki. Wiele z nich poniosło ogromne straty, co spowodowało duże wahania wskaźnika obsługi zadłużenia i relacji dług/EBITDA. Niezadowolające rezultaty badań skłoniły autorów opracowania do pominięcia szczegółów wyliczeń. Jednak przypadek spółek deweloperkich wskazuje na bardzo istotny czynnik, mogący determinować związek między koncentracją własności a stopniem zadłużenia – efektywność funkcjonowania pod-

miotu. Wydaje się bowiem, że tylko prawidłowo funkcjonujące przedsiębiorstwa, uzyskujące dodatni wynik finansowy, mogą wskazać poszukiwaną zależność między badanymi składnikami. Tego warunku branża deweloperska, w okresie badania, nie spełnia.

3. Podsumowanie

Przeprowadzone w pracy badania nad związkiem między stopniem skoncentrowania własności a stosowaną polityką finansowania nie pozwalają na sformułowanie wniosków natury ogólnej. Chociaż uzyskano kilka związków statystycznych, o umiarkowanej sile, jednak charakter korelacji jest bardzo różnorodny. Wiele relacji nie wykazało żadnej współzależności. Czy można zatem uznać, że poszukiwany wpływ stopnia skoncentrowania zarządzania lub posiadania na strategię finansową nie występuje? Wydaje się, że nie. Trudno bowiem ignorować dane potwierdzające taką zależność. Należy jednak zauważyć, że uzyskanie mocnych dowodów statystycznych może być bardzo trudne. Wynika to z dużej zmienności parametrów finansowych i względnej stabilności struktury akcjonariatu. Przykład spółek deweloperskich pokazuje, że trudności finansowe burzą ład polityki finansowej, zmuszając spółki do niezamierzonych wcześniej działań w zakresie zarządzania zobowiązaniami i płynnością. Moment obserwacji jest zatem bardzo istotny, należy bowiem mieć pewność, że spółka w danej chwili nie znajduje się w nietypowych okolicznościach.

Drugim problemem wydaje się być specyfika sektora, wpływająca na różnorodność struktury aktywów. Wydaje się, że ten czynnik może wpływać na zarządzanie pasywami. Sektory o niskim udziale majątku trwałego będą miały silniejsze tendencje do zaciągania zobowiązań krótkoterminowych. Trudne zatem wydaje się przeprowadzenie badań ogólnych, ignorujących sektorową specyfikę. Problem ten dotyczy nie tylko struktury aktywów, ale także dojrzałości sektora. Różne fazy rozwoju sektora determinują możliwą do osiągnięcia rentowność. Uzyskany wynik finansowy wydaje się kluczowym czynnikiem wpływającym na politykę finansowania, gdyż warunkuje możliwości stosowania dźwigni finansowej.

Literatura

- Aluchna M., *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.
- Bohdanowicz L., Jeżak J., *Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek giełdowych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, Drukarnia Wydawnicza, Kraków 2009, s. 405-414.
- Brailsford T.J., Oliver B.R., Pua S.L.H., *On the relation between ownership structure and capital structure*, "Accounting & Finance" 2002, vol. 42, issue 1, s. 1-26.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.
- Gedajlovic E., Shapiro D., *Management and ownership effects: evidence from five countries*, „Strategic Management Journal” 1998, no. 19, s. 533-553.

- Jensen M.C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, "American Economic Review", vol. 76, no. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, May 1986, s. 323-329.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and capital structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, no. 3, s. 305-360.
- Rajan R., Zingales L., *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, "Journal of Finance" 1995, no. 50, s. 1421-1460.
- Shleifer A. Vishny R.W., *Large shareholders and corporate control*, „Journal of Political Economy” 1986, no. 94.
- Thomsen S., Pederson T., *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, "Strategic Management Journal" 2000, no. 21, s. 689-705.
- Starzyńska W., *Podstawy statystyki*, Difin, Warszawa 2004.
- Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź 2000.
- www.securities.com.

OWNERSHIP CONDITIONING OF FINANCING STRATEGY – SOME EXAMPLES FROM WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: The relation between ownership concentration and financial policy has been analyzed in literature very often. Generally the researchers argue that shareholders of a firm with more concentrated ownership may prefer less debt or even show their aversion to using it. This paper deals with the capital structure and financing choices of the companies. The main goal of the article is to analyze the relationship between ownership and capital structure of some Polish companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The analysis shows a slight correlation between researched parameters. We found that sometimes higher level of ownership concentration caused lower debt financing and these did not use the financial gearing. In other cases strong shareholders rather tend to avoid equity. We think correlation parameters may highly depend on the sectoral features.