Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae
Rok 21, Nr 3/2017, tom II
Wydział Prawa, Administracji i Zarządzania
Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach

Myśl ekonomiczna, spółdzielczość, bankowość, samorządność

Elżbieta Wrońska-Bukalska, Kamil Mazurkiewicz[1]

STRUKTURA WŁASNOŚCI JAKO CZYNNIK WYZNACZAJĄCY MODEL NADZORU KORPORACYJNEGO ORAZ ZRÓŻNICOWANIE BRANŻOWE STRUKTURY WŁASNOŚCI POLSKICH SPÓŁEK PUBLICZNYCH

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest próba określenia czy w Polsce występuje odmienna od występujących w podstawowych modelach *corporate governance* struktura własności korporacji oraz, czy struktura ta różni się między poszczególnymi branżami. Hipotezami postawionymi dla realizacji celu są stwierdzenia, że: 1) struktura własności występująca w spółkach notowanych na GPW w Warszawie jest różna od struktur własności występujących w podstawowych modelach *corporate governance.* 2) w przypadku spółek publicznych występuje branżowe zróżnicowanie struktury własności. W wyniku przeprowadzonej analizy struktury własności spółek zdiagnozowano, że różni się ona pod względem udziału poszczególnych inwestorów od struktur własności występujących w podstawowych modelach *corporate governance.* Zidentyfikowano również branżowe zróżnicowanie struktury własności.

Słowa kluczowe: *corporate governance,* struktura własności, branże

1. Wprowadzenie

Odpowiedzialność i sieci powiązań występujące pomiędzy przedsiębiorstwem a szeroko rozumianym jego otoczeniem określana jest mianem ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*)[2]. Jest to zbiór zasad o zasięgu globalnym, lecz

[1] Dr Elżbieta Wrońska-Bukalska, mgr Kamil Mazurkiewicz, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.

[2] *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 2004.

z uwagi na występujące różnice o podłożu: kulturowym, historycznym, geograficznym, a przede wszystkim gospodarczym nie we wszystkich krajach jest on tożsamy. W poszczególnych państwach, regionach geopolitycznych można wyodrębnić swoistego rodzaju modele ładu korporacyjnego. Wyodrębnione modele ładu korporacyjnego różnią się pomiędzy sobą m.in.: konstrukcją nadzoru korporacyjnego, systemem prawnym, znaczeniem giełdy i banków w gospodarce oraz strukturą własności korporacji[3]. Podstawowy problem badawczy niniejszego opracowania można zawrzeć w pytaniu: Jaka jest struktura własności, do którego modelu ładu korporacyjnego jest zbliżona lub czy może jest na tyle oryginalna, że można mówić o polskim modelu struktury własności? Jednocześnie powstaje pytanie czy jeżeli występuje polski model struktury własności, to czy jest on identyczny we wszystkich branżach?

Celem niniejszego artykułu jest próba określenia czy w Polsce występuje odmienna od występujących w podstawowych modelach *corporate governance* struktura własności korporacji oraz, czy jeżeli taka struktura występuje, czy różni się ona między poszczególnymi branżami. Hipotezami postawionymi dla potrzeb realizacji celu są stwierdzenia, że: 1) struktura własności występująca w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest różna od struktur własności występujących w podstawowych modelach *corporate governance,* 2) w przypadku spółek publicznych występuje branżowe zróżnicowanie struktury własności. Metody wykorzystane do weryfikacji postawionych hipotez to statystyka opisowa oraz testy istotności.

2. Charakterystyka podstawowych modeli ładu korporacyjnego

Podstawowe modele ładu korporacyjnego, klasyfikując przy wykorzystaniu, jako kryterium stabilność struktur własnościowo-kontrolnych, można sprowadzić do dwóch systemów: systemu zamkniętego (ang. *insider systems*) oraz systemu otwartego (ang. *outsider systems*)[4]. W systemie zamkniętym koncentracja własności jest bardzo wysoka. Bardzo często własność korporacji, a co za tym idzie również decyzyjność jest skupiona w ręku jednego dominującego akcjonariusza[5]. Z kolei w systemie otwartym własność i decyzyjność jest rozporoszona, w zasadzie nie występuje akcjonariusz, który może realizować tylko swoje postanowienia. W systemie otwartym istotną rolę odgrywa rynek kapitałowy, który spełnia również funkcję kontrolną, natomiast w systemie zamkniętym jego rola jest nieznaczna[6]. W systemie zamkniętym więź pomiędzy akcjonariuszami a korporacją jest trwalsza, niż w systemie otwartym, w którym to występujące relacje

[3] J. Weimer, J. Pape, *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate governance. An International Review", vol. 7, no. 2, 1999, s. 152-166.

[4] J. Franks, C. Mayer, *Corporate Ownership and Control in The U.K., Germany, and France,* „Journal of Applied Corporate Finance", vol. 9, no. 4, 1997, s. 30-45.

[5] V. Babic, *Corporate governance problem in transition economies,* [in:] S. Winston-Salem, *Social Science Research Seminar*, Wake Forest University, 2003, s. 9.

[6] A. Golec, A. Zamojska, *Klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego – podejście alternatywne,* „Problemy Zarządzania" vol. 12, nr 2 (46), 2014, s. 49-50.

mają charakter transakcyjny[7]. W systemie zamkniętym cel działania przedsiębiorstwa nie jest ukierunkowany tylko na wzrost wartości korporacji, tak jak jest to w systemie otwartym. W systemie otwartym posiadacz, właściciel akcji nie jest w żaden inny sposób związany z korporacją, natomiast w systemie zamkniętym występują sytuacje, w których akcjonariusz jest jednocześnie np. odbiorcą, ubezpieczycielem lub wierzycielem korporacji[8]. W systemie otwartym prawa akcjonariuszy są rozłożone w miarę równomiernie, bez względu na wielkość udziału, głównym celem korporacji jest wzrost wartości akcji[9]. Natomiast w systemie zamkniętym właściciele udziałów mniejszościowych bardzo często muszą dostosowywać się do polityki udziałowców większościowych[10]. Przykładem otwartego systemu *corporate governance* jest model anglosaski, natomiast przykładami zamkniętego modelu *corporate governance* są modele: niemiecki, łaciński oraz japoński.

Strukturę własności, określaną również mianem struktury akcjonariatu spółki, definiuje się, jako charakterystykę wysokości udziałów będących w posiadaniu poszczególnych grup akcjonariuszy. Systematyka grup akcjonariuszy z uwagi na liczne kryteria klasyfikacyjne jest bardzo rozbudowana[11]. Niemniej jednak syntetyczny podział akcjonariatu sprowadza się do czterech podstawowych grup: osób fizycznych, Skarbu Państwa lub jego odpowiedników, instytucji finansowych i pozostałych instytucji niebędących instytucjami finansowymi. Sklasyfikowanie akcjonariuszy w ramach tych czterech grup, jest uzasadnione cechami charakteryzującymi ich jako inwestorów, ze szczególnym uwzględnieniem: ich celów, horyzontu czasowego inwestycji oraz oczekiwań względem zarządu[12].

Struktura własności korporacji ma niewątpliwie wysoki wpływ na kształt ładu korporacyjnego[13]. Strukturę własności spółki oprócz oceny jej stabilności, analizuje się również pod kątem udziału w niej poszczególnych grup inwestorów. Jest to obok stopnia skoncentrowania własności, cecha różnicująca podstawowe modele *corporate governance*[14].

---

[7] M. Berndt, *Global differences in corporate governance system theory and implication for reforms,* „The Harward John M. Olin Siscussion Paper Series" 11, 2000, s. 10-11.

[8] A. Samborski, *Nadzór korporacyjny w kontekście globalizacji,* „Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica" 267, 2012, s. 13-15.

[9] A. Adamska, P. Urbanek, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych,* „Gospodarka Narodowa" vol. 2, nr 270, 2014, s. 83-87.

[10] P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych,* „Zeszyty Naukowe PTE" nr 9, 2011, s. 219-221.

[11] A. Wawryszuk-Misztal, *Struktura akcjonariatu polskich spółek giełdowych zmieniających rynek notowań akcji*, Łódź 2015, s. 3, http://konferencja1.home.pl/kreator/data/documents/Wawryszuk-Misztal.pdf, (02.05.2017).

[12] A. Adamska, *Zmiany akcjonariatu spółek publicznych w dobie kryzysu,* „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów" 117, 2012, s. 36-44.

[13] A. Adamska, *System nadzoru korporacyjnego na świecie – tendencje zmian,* „Ekonomia i prawo" tom. VII, 1, 2011, s. 67-70.

[14] A. Ignyś-Lipowiecka, *Udział różnych grup akcjonariuszy w nadzorze nad spółką akcyjną,* „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach, Seria: Administracja i Zarządzanie" 98, 2013, s. 163-176.

3. Modele struktury akcjonariatu w podstawowych systemach ładu korporacyjnego

W literaturze przedmiotu wyróżnia się cztery podstawowe modele ładu korporacyjnego: anglosaski, niemiecki, łaciński i japoński[15]. W ramach anglosaskiego, rynkowego modelu *corporate governance*, jako podstawowe państwa, w których to model ów ma zastosowanie wyróżnia się: Stany Zjednoczone oraz Wielką Brytanię. Struktura własności korporacji w tych państwach jest zbliżona, ale nie identyczna. W Stanach Zjednoczonych do lat osiemdziesiątych XX w. dominującą grupą posiadaczy akcji byli inwestorzy indywidualni, w znacznym stopniu ich udział we własności korporacji przewyższał udział instytucji zbiorowego inwestowania[16]. Jednak wraz z rozwojem rynku finansowego i instytucji finansowych, dysproporcja pomiędzy tymi grupami zmalała do tego stopnia, że ich udział w pierwszej dekadzie XXI w. kształtował się na porównywalnym poziomie oscylującym w granicach 40%. Głównymi inwestorami instytucjonalnymi w Stanach Zjednoczonych są: fundusze inwestycyjne oraz towarzystwa ubezpieczeniowe. Z kolei w Wielkiej Brytanii, gdzie podobnie jak w Stanach Zjednoczonych za najważniejszych akcjonariuszy uznaje się: inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów indywidualnych, dominującą rolę odgrywały fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe, posiadające blisko 25% własności korporacji. Udział funduszy inwestycyjnych oraz inwestorów indywidualnych w strukturze własności brytyjskich korporacji był bliski poziomu 10%[17]. Nieznaczną rolę w strukturze własności spółek w Wielkiej Brytanii odgrywały przedsiębiorstwa niefinansowe. Natomiast w Stanach Zjednoczonych taka własność korporacji prawie nie występowała[18]. Niemniej jednak, anglosaski model *corporate governance* charakteryzuje się stosunkowo niską koncentracją własności[19].

W opozycji do rynkowego anglosaskiego modelu ładu korporacyjnego w literaturze przedmiotu wymienia się, jako podstawowe również modele oparte ma na relacjach środowiskowych, tzw. modele sieciowe, do których zalicza się model: niemiecki, łaciński i japoński. We wszystkich tych modelach koncentracja własności jest wysoka. W niemieckim modelu *corporate governance* za głównych udziałowców, a co za tym idzie również głównych decydentów uznaje się inne przedsiębiorstwa, których udział w strukturze własności niemieckich korporacji od lat sześćdziesiątych do końca pierwszej dekady XXI w. oscylował przy wartości

---

[15] J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju,* Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 166-178.

[16] S.L. Gillan, L.T. Starks, *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective,* „Journal of Applied Finance" vol. 13, no. 2, 2003, s. 5.

[17] A. Adamska, *Własność i kontrola, perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 57-60.

[18] V.A. Ruth, C.A. Williams, J.M. Conley, D.E. Rupp, *Corporate Governance and Social Responsibility: a comparative analysis of the UK and the US,* „Corporate Governance and Social Responsibility" vol 14, no. 3, 2006, s. 148-149.

[19] P.J. Mackiewicz, *Corporate governance w polskich spółkach publicznych,* „Współczesne problemy ekonomiczne" nr 11, 2015, s. 165-167.

40%. Charakterystycznymi dla tego modelu posiadaczami akcji spółek publicznych są banki, których udział w strukturze własności wynosił blisko 10%. Udział sektora publicznego oraz inwestorów indywidualnych w strukturze własności niemieckich korporacji na przestrzeni lat malał i w 2007 r. wynosił odpowiednio: sektor publiczny – 1,9% oraz inwestorzy indywidualni – 13,3% udziału[20]. Cechą charakterystyczną niemieckiego modelu ładu korporacyjnego w obszarze struktury własności jest piramidalny system własności[21]. Polega on na kontrolowaniu danego przedsiębiorstwa przez udziały w drugim przedsiębiorstwie, posiadającym akcje tego pierwszego[22].

Japoński model *corporate governance* pod względem cech charakterystycznych jest bardzo zbliżony do modelu niemieckiego[23]. W Japonii zależność akcjonariatu przybrała formę grup przemysłowo-kapitałowo-handlowych określanych mianem *keiretsu*[24]. Dominującymi akcjonariuszami japońskich korporacji na początku drugiej dekady XXI w. były odpowiednio: instytucje finansowe – 30% udziału, inne przedsiębiorstwa – 21% udziału oraz inwestorzy indywidualni, posiadający blisko 20% udziału w strukturze własności[25]. Z kolei w łacińskim modelu *corporate governance,* literatura przedmiotu jako głównych właścicieli korporacji wymienia: holdingi finansowe, holdingi branżowe, rząd oraz rodziny. Podobnie jak w modelu niemieckim i japońskim, własność jest silnie skoncentrowana, a rola i znacznie inwestorów mniejszościowych jest małoznacząca[26]. Łaciński model *corporate governance* występuje miedzy innymi w Francji. Dominującymi akcjonariuszami w francuskich spółkach publicznych pod koniec pierwszej dekady XXI w. były: instytucjonalni inwestorzy finansowi, posiadający blisko 30% akcji oraz inne przedsiębiorstwa z udziałem przekraczającym 13%. Sektor publiczny, bardzo charakterystyczny dla tego modelu, był w posiadaniu ponad 10% akcji, a inwestorzy indywidualni posiadali tylko blisko 7% udziału[27].

4. Metodologia badania i wyniki badań

Celem badania była próba określenia czy w Polsce występuje odmienna od występujących w podstawowych modelach *corporate governance* struktura własności korporacji oraz, czy ta struktura różni się między poszczególnymi branżami. Próbę badawczą stanowiło 165 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych

---

[20] A. Adamska, *Własność i kontrola...*, s. 62-63.

[21] K. Keasey, S. Thompson, M. Wright, *Corporate Governance, Accountability, Enterprise and International Comparisons*, John Wiley & Sons, West Sussex, 2005, s. 299-303.

[22] M. Goergen, M.C. Manjon, L. Renneboog, *Is the German System of corporate governance towards the Anglo-American model?,* „Journal of Management & Governance" vol. 12, no. 1, 2008, s. 37-71.

[23] G. Jackson, A. Moerke, *Continuity and Change in Corporate Governance: comparing Germany and Japan,* „Corporate Governance" vol. 13, no. 3, 2005, s. 351-359.

[24] G. Jackson, *Stakeholders under Pressure: corporate governance and labour management in German and Japan,* „Corporate Governance" vol. 13, no. 3, 2005, s. 421-427.

[25] A. Adamska, *Własność i kontrola...*, s. 60-61.

[26] Z. Maciaszek, *Społeczne i kulturowe aspekty ładu korporacyjnego,* „Zarządzanie Zmianami Zeszyty Naukowe" 2013, 4 (60), s. 9.

[27] *Share Ownership Structure in Europe*, FESE, 2008, s. 93.

w Warszawie, które na dzień 31.03.2017 r. wchodziły w skład indeksów sektorowych publikowanych przez Giełdę Przebadano 165 spółek, w tym odpowiednio z: WIG-Banki – 15, WIG-Budownictwo – 25, WIG Chemia – 7, WIG-Deweloperzy – 27, WIG-Energia – 9, WIG-Informatyka – 27, WIG-Media – 13, WIG-Paliwa – 6, WIG-Spożywszy – 26, WIG-Surowce – 3 oraz z WIG-Telekomunikacja – 7 spółek. Dane na temat struktury własnościowej pozyskano na dzień 31.03.2017 r. ze strony internetowej stooq.pl z zakładki „Akcjonariat". W badaniu przeanalizowano udział poszczególnych typów inwestorów w strukturze własności korporacji na dzień 31.03.2017 r. Inwestorów sprowadzono do czterech grup, tj.: inwestorów finansowych, inwestorów branżowych, osób fizycznych posiadających powyżej 5% udziału oraz Skarbu Państwa.

W celu zweryfikowania pierwszej z postawionych hipotez w badaniu przeanalizowano strukturę własności w 165 spółkach notowanych w ramach indeksów sektorowych publikowanych przez GPW w Warszawie. Ustalone wielkości porównano z danymi dla krajów charakteryzujących poszczególnego modele ładu korporacyjnego zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Struktura własności spółek publicznych w wybranych krajach.

Udział inwestorów (w %) / kraj	**Finansowych**	**Branżowych**	**Skarbu Państwa**	**Osób fizycznych (notyfikowanych)**
Polska*	22	30	4	19
USA**	30	14	1	50
Wielka Brytania***	43	3	4	12
Niemcy***	36	40	2	10
Francja***	35	22	7	14
Japonia ****	48	22	7	18

Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
* stooq.pl,
** The US Federal Reserve, Flow of Funds Report p. 128, https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf,
*** Share Ownership Structure in Europe 2007, s. 93,
**** Bank of Japan, Flow of Funds Report, Table 2, http://www.boj.or.jp/en/statistics/pub/boj_st/index.htm/.

W wyniku przeprowadzonej analizy struktury własności spółek notowanych na GPW w Warszawie zaobserwowano przewagę inwestorów instytucjonalnych nad indywidualnymi. Łączna wartość udziału posiadana przez inwestorów instytucjonalnych na dzień 31.03.2017 r. wynosiła 55,62%, z czego: 29,72% było w posiadaniu przedsiębiorstw niefinansowych, 21,92% było w posiadaniu inwestorów finansowych oraz 3,98% należało do Skarbu Państwa. Notyfikowani inwestorzy indywidualni posiadali 19,10% udziału w strukturze własności.

Tabela 2. Struktura własności na dzień 31-03-2017 r. w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w ramach indeksów sektorowych.

Spółki	Udział inwestorów					
	Finansowych	Branżowych	Skarbu Państwa	Osób fizycznych (notyfikowanych)	Notyfikowanych	Trzech największych
	Dane w %					
Ogół spółek notowanych w ramach WIG-ów sektorowych	21,92	29,72	3,98	19,10	64,51	60,91
WIG-Telekomunikacja	10,86	31,56	0	16,49	53,97	49,93
WIG-Banki	17,66	44,58	1,96	12,83	63,41	66,54
WIG-Media	20,64	21,87	0	29,07	59,74	55,39
WIG-Spożywczy	15,97	53,36	0	9,76	72,10	70,76
WIG-Deweloperzy	22,23	34,59	2,59	19,77	70,65	63,56
WIG-Informatyka	27,96	10,52	0	32,64	59,82	52,67
WIG-Budownictwo	32,12	22,84	0	20,04	63,08	57,45
WIG-Chemia	17,62	28,74	4,71	27,65	68,37	66,93
WIG-Energia	18,31	22,95	29,03	5,73	64,58	65,14
WIG-Paliwa	15,28	13,17	29,38	8,46	58,46	56,88
WIG-Surowce	18,21	22,00	28,99	0	50,99	57,46

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z stooq.pl.

Tabela 3. Wyniki testu Kruskala-Willisa dla badanej populacji

Wyszczególnienie	Udział inwestorów					
	Finansowych	Branżowych	Skarbu Państwa	Osób fizycznych (notyfikowanych)	Notyfikowanych	Trzech największych
Wartość statystyki testu	15,285	36,540	74,381	27,582	24,802	23,872
p-value	0,122	0,000	0,000	0,002	0,006	0,008

Źródło: Opracowanie własne.

Ze względu na ograniczoną ilość danych nie jest możliwe zastosowanie zaawansowanych metod statystycznych celem ustalenia podobieństwa struktury własności polskich podmiotów publicznych do struktury własności występujących w poszczególnych krajach. Dla ustalenia podobieństwa zastosowano prostą metodę podobieństwa SAD (sumę wartości bezwzględnej różnic, Sum of Absolute Differences) w poszczególnych grupach inwestorów między Polską a poszczególnymi krajami. Minimalna suma oznacza najmniejszą różnicę między Polską a danym krajem[28]. Uzyskane wyniki wskazują, że najmniejsza suma różnic w stosunku do Polski ma miejsce wobec Francji (29) a następnie wobec Niemiec (35) i Japonii (38). Natomiast największa dla Stanów Zjednoczonych (58) oraz Wielkiej Brytanii (55). Z tego zestawienia może wynikać, że Polskę charakteryzuje model najbardziej zbliżony do łacińskiego. Warto jednak zwrócić uwagę, że nie uwzględniono formalnych zapisów i regulacji wskazujących na zakres obowiązków i odpowiedzialności właścicieli, ochrony praw mniejszościowych właścicieli.

Zestawienie struktury własności spółek na dzień 31.03.2017 r. z uwzględnieniem branż, w których podmioty działają zaprezentowano w tabeli 2. Udział poszczególnych grup inwestorów w poszczególnych branżach nie był taki sam. Potwierdza to badanie przeprowadzone przy wykorzystaniu metod statystycznych. Dokonując pogłębionej analizy różnic zastosowano statystyczne testy istotności. W pierwszej kolejności dokonano ustalenia normalności rozkładu. W tym celu zastosowano test Shapiro-Wilka. Uzyskane wyniki wskazują, że rozkład nie ma charakteru normalnego, ponieważ p-value dla testu normalności Shapiro-Wilka osiągnęło poziom 0,000 i jest on niższy niż przyjęty poziom istotności 0,05, i wskazuje, że należy odrzucić hipotezę zerową zakładającą normalność rozkładów. Fakt, że rozkłady nie mają charakteru normalnego wyklucza możliwość stosowania testów parametrycznych.

Zastosowano, więc test nieparametryczny Kruskala-Wallisa dla porównania wielu (11) prób niezależnych (wyniki testu zestawiono w tabeli 3). Ponieważ p-value jest niższe niż przyjęty poziom istotności (0,05), należy odrzucić hipotezę zerową zakładającą równość udziałów poszczególnych grup inwestorów w analizowanych branżach. Oznacza to, że występuje statystycznie istotne branżowe zróżnicowanie udziału poszczególnych grup inwestorów. Wyjątkiem jest tutaj udział inwestorów finansowych, który jest podobny w poszczególnych branżach, a poziom wskaźnika p-value nie pozwala odrzucić hipotezy zakładającej równość udziału tej grupy inwestorów w poszczególnych branżach.

5. Podsumowanie

Przeprowadzenie analizy struktury własności spółek notowanych na GPW w Warszawie pozwoliło pozytywnie zweryfikować postawione hipotezy.

Struktura własności w polskich spółkach publicznych w zestawieniu z modelowymi strukturami z podstawowych systemów *corporate governance* najbliższa

[28] J. Olivares, J. Hormigo, J. Villalba, I. Benavides, *Minimum Sum of Absolute Differences Implementation in a Single FPGA Device*, in IEEE Int. Conf. on Field Programmable Logic, vol. 3203, 2004, s. 986-990.

jest strukturze występującej we francuskich korporacjach (model łaciński). Jednak podobieństwo to jest tylko w obszarze udziału poszczególnych grup inwestorów, lecz nie formalnych rozwiązań w zakresie praw i obowiązków właścicieli. W literaturze przedmiotu polskie rozwiązania *corporate governance* często są traktowane, jako pokrewne rozwiązaniom niemieckim[29].

Dodatkowo w strukturze własności polskich korporacji występuje zróżnicowanie branżowe, co oznacza, że określone grupy właścicieli wykazują pewne preferencje co do inwestowania w określone branże.

Bibliografia:

Adamska A., *Własność i kontrola, perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.

Adamska A., *System nadzoru korporacyjnego na świecie – tendencje zmian,* „Ekonomia i prawo" tom. VII, 1, 2011.

Adamska A., *Zmiany akcjonariatu spółek publicznych w dobie kryzysu,* „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów" 117, 2012.

Adamska A., Urbanek P., *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych,* „Gospodarka Narodowa" vol. 2, nr 270, 2014.

Babic V., *Corporate governance problem in transition economies,* [in:] S. Winston-Salem, *Social Science Research Seminar,* Wake Forest University, 2003.

Bank of Japan, Flow of Funds Report, Table 2, http://www.boj.or.jp/en/statistics/pub/boj_st/index.htm/, (31.03.2017).

Berndt M., *Global differences in corporate governance system theory and implication for reforms,* „The Harward John M. Olin Siscussion Paper Series" 11, 2000, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/303.pdf, (02.05.2017).

Bohdanowicz L., *Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych,* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.

Franks J., Mayer C., *Corporate Ownership and Control in The U.K., Germany, and France,* „Journal of Applied Corporate Finance", vol. 9, no. 4, 1997.

Goergen M., Manjon M.C., Renneboog L., *Is the German System of corporate governance towards the Anglo-American model?,* „Journal of Management & Governance" vol. 12, no. 1, 2008.

Golec A., Zamojska A., *Klasyfikacja systemów nadzoru korporacyjnego – podejście alternatywne,* „Problemy Zarządzania" vol. 12, nr 2 (46), 2014.

Gillan S.L., Starks L.T., *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective,* „Journal of Applied Finance" vol. 13, no. 2, 2003.

Ignyś-Lipowiecka A., *Udział różnych grup akcjonariuszy w nadzorze nad spółką akcyjną,* „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach", Seria: Administracja i Zarządzanie 98, 2013,

Jackson G., *Stakeholders under Pressure: corporate governance and labour management in German and Japan,* „Corporate Governance" vol. 13, no. 3, 2005.

Jackson G., Moerke A., *Continuity and Change in Corporate Governance: comparing Germany and Japan,* „Corporate Governance" vol. 13, no. 3, 2005.

[29] L. Bohdanowicz, *Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych,* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 60.

Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju,* Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
Keasey K., Thompson S., Wright M., *Corporate Governance, Accountability, Enterprise and International Comparisons*, John Wiley & Sons, West Sussex, 2005.
Maciaszek Z., *Społeczne i kulturowe aspekty ładu korporacyjnego,* „Zarządzanie Zmianami Zeszyty Naukowe" 4 (60), 2013.
Mackiewicz P.J., *Corporate governance w polskich spółkach publicznych,* „Współczesne problemy ekonomiczne" nr 11, 2015.
Olivares J., Hormigo J., Villalba J., Benavides I., *Minimum Sum of Absolute Differences Implementation in a Single FPGA Device*, in IEEE Int. Conf. on Field Programmable Logic, vol. 3203, 2004.
Ruth V.A., Williams C.A., Conley J.M. Rupp D.E., *Corporate Governance and Social Responsibility: a comparative analysis of the UK and the US,* „Corporate Governance and Social Responsibility" vol 14, no. 3, 2006.
Samborski A., *Nadzór korporacyjny w kontekście globalizacji,* „Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica" 267, 2012.
Share Ownership Structure in Europe, FESE, 2008 www.fese.eu/images/SHARE_OWNERSHIP_SURVEY_2007.pdf, (02.05.2017).
stooq.pl, (31.03.2017)
The US Federal Reserve Flow of Funds Report p. 128, https://www. federalreserve.gov /releases/z1/current/z1.pdf, (31.03.2017).
Urbanek P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych),* „Zeszyty Naukowe PTE" nr 9, 2011.
Wawryszuk-Misztal A., *Struktura akcjonariatu polskich spółek giełdowych zmieniających rynek notowań akcji*, Łódź 2015, http://konferencja1.home.pl/kreator/data/documents/Wawryszuk-Misztal.pdf, (02.05.2017).
Weimer J., Pape J., *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate governance. An International Review", vol. 7, no. 2, 1999,
Zasady nadzoru korporacyjnego OECD, Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 2004.

Abstract

Ownership structure as a factor affecting corporate governance model and industrial diversity in the ownership of Polish public companies

The article aims to determine whether there is a different corporate structure in Poland than that one existing in the basic models of *corporate governance,* and whether this structure varies between sectors. For his purpose, the following hypothesis were put forward: 1) the ownership of companies listed on the Warsaw Stock Exchange (GPW) is different from the ownership in basic models of *corporate governance*, 2) there is sector diversity in the ownership of public companies. As a result of the analysis of the ownership of companies, it was found that this ownership differs from the ownership in basic models of *corporate governance*. Additionally, sector diversity of the ownership was identified.

Keywords: corporate *governance,* ownership structure, types of investors