

HENRYK SOBOLEWSKI

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

ZMIANY W STRUKTURZE WŁASNOŚCIOWEJ KAPITAŁU A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie

W artykule przeprowadzono badanie o charakterze aplikacyjnym związanym z badaniem przepływu poszczególnych struktur kapitałowych w największych polskich przedsiębiorstwach. Wzrost wartości przedsiębiorstwa jest osiągany m.in. przez zmiany jego struktur kapitałowych. Prywatyzacja jako jeden z ważnych elementów transformacji własnościowej będzie w tym artykule traktowana jako czynnik wywołujący zmiany w strukturze kapitałowej przedsiębiorstw. Badając udział trzech form kapitału w największych firmach według „Rzeczypospolitej”, należy stwierdzić, że zdecydowaną przewagę osiągnął kapitał prywatny, w tym zagraniczny, który w sposób stały, choć nierównomierny powiększał przewagę nad kapitałem prywatnym polskim i kapitałem państwowym.

Słowa kluczowe: transformacja własnościowa, prywatyzacja, kapitał zagraniczny, kapitał prywatny polski, kapitał państwowy, rentowność kapitału

Wprowadzenie

Transformacja własnościowa zrodziła się wobec totalnej klęski efektywnościowej dominacji własności państwowej, stała się więc obiektywną koniecznością w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, choć nie we wszystkich przebiegała w równym tempie i zakresie. Również w Polsce wybór kierunków, tempa i celów przekształceń własnościowych gospodarki był i jest nadal, i to nie tylko w środowisku ekonomistów, przedmiotem ciągłych sporów i dyskusji. Wynika to z faktu istnienia wielu koncepcji i poglądów na temat przekształceń, jak również nie bez

znaczenia był okres przygotowawczy do włączenia polskiej gospodarki, a obecnie okres współdziałania polskich przedsiębiorstw w strukturach gospodarki Unii Europejskiej.

Mija osiem lat od momentu wstąpienia Polski w struktury Unii Europejskiej. W wyniku tego naturalnego połączenia nasza gospodarka rozwija się dynamicznie, a sposób jej postrzegania jest związany z wysokim tempem produktu krajowego brutto, zdecydowanie wyższym niż w wielu tzw. starych krajach Unii.

Pojawiły się nowe fakty w badaniach mechanizmów i efektów transformacji własnościowej i ich wpływu na gospodarkę. Niezależnie od przyjętej strategii tempa i kierunku zmian w strukturze gospodarki jednym z dużych sukcesów jest zmniejszenie wpływu bieżących wydarzeń politycznych na kondycję przedsiębiorstw. Struktury ekonomiczne przedsiębiorstw okrzepły na tyle, że coraz mniej są zależne od turbulentnej sceny politycznej. Wyraźnie to widać, gdy analizuje się rozwój największych przedsiębiorstw.

Zdając sobie sprawę z tego, że podstawowym elementem składowym każdej gospodarki jest przedsiębiorstwo (spółka) – a obecnie w gospodarce polskiej występują zarówno zbiory firm obejmujące tradycyjne struktury przedsiębiorstw, jak i duże zbiory firm prywatnych, ponadto przedsiębiorstwa prywatne mogą mieć kapitały mieszane (państwowo-prywatne, polskie i zagraniczne) – uznano na użytek tych badań, że o sukcesie lub braku sukcesu gospodarki polskiej w okresie transformacji ustrojowej zadecyduje głównie duża zbiorowość przedsiębiorstw działających w Polsce bez względu na miejsce pochodzenia zaangażowanego w nich kapitału. Tak więc procesy rozwoju gospodarczego są kształtowane m.in. przez zmiany jego struktur kapitałowych. Przemianom własnościowym, które niewątpliwie mają wpływ na zmiany struktury kapitałowej przedsiębiorstw, należy nadać pożądany kształt, charakter i tempo, zatem należy umiejętnie nimi sterować. Następnie oceniając skutki tych przekształceń w ujęciu mikro, trzeba zwrócić uwagę na zmianę proporcji w strukturze kapitałowej wywołane czynnikiem transformacji własnościowej. Będzie ona więc traktowana jako podstawowy czynnik wywołujący zmiany w strukturze kapitałowej przedsiębiorstw.

Celem tego artykułu jest analiza zmian struktury własnościowej kapitału przedsiębiorstw jako jednego z elementów transformacji własnościowej. Za podstawę oceny przyjęto stan i rozwój czołówki polskich przedsiębiorstw. Badaniem objęto zmiany zachodzące w funkcjonowaniu największych firm z rankingu „Rzeczypospolitej”. W tych okolicznościach najważniejszym zagadnieniem niniejszego opracowania będzie odpowiedź na pytanie, czy jest możliwe uchwy-

cenie realnej wartości wzbogacenia się przedsiębiorstwa, a może społeczeństwa, poprzez zmianę rodzaju i struktury kapitału. Podstawowym okresem badawczym były lata 1998–2011.

1. Istota zachowań przedsiębiorstw w okresie transformacji własnościowej

W wyniku transformacji własnościowej niezwykle dynamicznie rozwinęły się stosunki własnościowe w podstawowych podmiotach gospodarczych. Własność jako zjawisko towarzyszy człowiekowi i gospodarce od zarania dziejów. To między innymi prawo do posiadania rzeczy było przesłanką do tworzenia i doskonalenia dóbr materialnych, które ułatwiają człowiekowi współzycie z otaczającą go przyrodą. Wszelkie rozważania nad własnością odsłaniają i tworzą nieograniczone pole ludzkiej aktywności, zorientowanej na chęć posiadania różnorodnych rzeczy, a jednocześnie wyzwalają potrzebę nieustannego tworzenia.

Transformacja własnościowa, a w węższym jej zakresie prywatyzacja polskiej gospodarki, która miała miejsce na przełomie XX i XXI wieku, jest złożonym, wieloaspektowym procesem powodującym zmiany w systemie gospodarczym kraju. Zmiany te wymuszają również zmiany zachowań przedsiębiorstw, które muszą funkcjonować według nowych reguł, głównie reguł innowacyjnych¹ w celu trwania i działania w przyszłości. Prywatyzacja jest związana z różnymi obszarami funkcjonowania przedsiębiorstw, do których m.in. zaliczamy:

1. System gospodarczy przedsiębiorstwa rozumiany jako system instytucji kreujących i realizujących decyzje strategiczne i bieżące. Ten obszar jest najczęściej utożsamiany z procesami zmian form własności przedsiębiorstwa (prywatyzacją) i bliższy jest terminowi „transformacja gospodarcza”, a tym samym bliższy problemom skali makro niż problemom przedsiębiorstwa². Dlatego prywatyzacja jest często utożsamiana z trans-

¹ W. Janasz, *Innowacje w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw*, w: W. Janasz (red.), *Innowacje w strategii rozwoju organizacji w Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2009.

² Należy przy tym pamiętać, że proces zmian własnościowych jest pojęciem szerszym od pojęcia prywatyzacji. Jako przeciwieństwo upaństwowienia dotyczy zmiany formy własności z państwowej na prywatną, natomiast procesy zmian własnościowych, niezależnie od formy własności – państwowej czy prywatnej – obejmują zakresem dalsze przekształcenia własnościowe. Jan Szomburg pisze, że „najbardziej może zdziwić polskiego czytelnika, [...] istniejąca na Zachodzie opinia, że kapitalizm amerykański czy brytyjski jest kapitalizmem bez tzw. realnego właściciela” (J. Szomburg, *Jaki kapitalizm?*, „Przegląd Polityczny 1993, nr specj., s. 5).

formacją systemową, choć zmiany z niej wynikające dotyczą konkretnego przedsiębiorstwa.

2. Przemiany strukturalne pomiędzy strukturami ekonomicznymi i wewnątrz struktur ekonomicznych przedsiębiorstwa, w tym także przestrzenne i branżowe³. Cechą strukturalną typową dla przedsiębiorstwa państwowego był duży udział majątku pośrednio produkcyjnego w majątku trwałym ogółem i wysoki udział zapasów surowcowych i materiałowych w majątku obrotowym ogółem. Ta cecha ujawniła się jako duże obciążenie związane z tempem i formą (metodą) prywatyzacji. Zadłużanie to doprowadziło do wystąpienia nowych stosunków kredytowych pomiędzy przedsiębiorstwami⁴.

Koniec gospodarki centralnie administrowanej zmusił do szukania sposobu wprowadzania mechanizmów sprawnego kierowania gospodarką rynkową⁵. Badanie procesu przemian własnościowych jako czynnika wspomagającego zbudowanie rozwiniętej gospodarki rynkowej, a tym samym zmiany systemu gospodarczego, rodzi dużo problemów metodologicznych, ponieważ sam przebieg tego procesu zależy od wielu czynników: „Należą do nich m.in. szeroko rozumiane dziedzictwo przeszłości, na przykład struktura gospodarki, poziom rozwoju poszczególnych jej dziedzin, postawy społeczne; proces transformacji (prywatyzacja jest tu bardzo ważnym, ale jednym z wielu wykorzystywanych instrumentów); sytuacja gospodarcza partnerów i ich polityka handlowa oraz zjawiska polityczne”⁶. Powszechnie uważano, że uwolnienie się dużej liczby przedsiębiorstw państwowych od rygorów gospodarki scentralizowanej oraz liberaliza-

³ W literaturze przedmiotu przemiany branżowe, gałęziowe, działowe są nazywane restrukturyzacją w ujęciu makroekonomicznym. To podejście „traktuje restrukturyzację jako jeden z elementów polityki strukturalnej, poprzez którą następuje zmiana struktury działowej i gałęziowej produkcji w celu dostosowania do zmian ilościowych i jakościowych w strukturze popytu” (R. Borowiecki, J. Kaczmarek, *Uwarunkowania procesów dostosowawczych w świetle zmian strukturalno-własnościowych w Polsce (analiza okresu 1990–1996)*, w: Cz. Glinkowski (red.), *Szanse i zagrożenia rozwoju restrukturyzowanych przedsiębiorstw w Europie Środkowo-Wschodniej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań, 1997, s. 12).

⁴ D. Krzemińska, *Wiarygodność kredytowa w kredycie kupieckim*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2005, s. 11.

⁵ Podstawowymi cechami gospodarki rynkowej są: stabilna gospodarka pieniężna, miarodajność mechanizmu rynkowego oraz racjonalność mikroekonomiczna oparta na prywatnej własności (W. Wilczyński, *Transformacja gospodarki polskiej po pięciu latach – 1989–1994*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1994, nr 3/1994).

⁶ A. Wojtyła, *Makroekonomiczne aspekty prywatyzacji*, w: A. Noga (red.), *Przekształcenia własnościowe w Polsce (1990–1997)*, Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 1999, s. 143.

cja gospodarcza przyczynią się do oddolnego nacisku na szybsze wprowadzanie reguł rynkowych. Właśnie to było głównym argumentem zwolenników szybkiego tempa prywatyzacji, popartym aspektem efektywnościowym, a ingerencja państwa w te procesy mała wynikać tylko z młodego, jeszcze niedoskonałego mechanizmu rynkowego, którego efektem mogą być m.in. niewłaściwa alokacja zasobów, dysproporcje w zakresie podziału środków finansowych, wahania koniunkturalne oraz różnice w rozwoju poszczególnych sektorów gospodarki⁷. Z kolei zwolennicy tempa ograniczonego⁸, mając na uwadze te niedoskonałości pierwszej dekady przekształceń własnościowych, dostrzegają inne ważne aspekty tego procesu. Szczególnie podkreślają, że sektor prywatny nie jest skłonny do finansowania przedsięwzięć o dużym stopniu ryzyka oraz że nie jest także przygotowany do ponoszenia kosztów społecznych wynikających z charakteru reform (np. przeciwdziałania bezrobociu, zabezpieczenia socjalnego dla osób pozbawionych pracy itp.). Można tu jeszcze dodać, że przy szybkiej prywatyzacji występują zagrożenia, np. ryzyko pomyłek wynikające z biurokratycznych procedur decyzyjnych, niebezpieczeństwo przenikania się sfery gospodarki i polityki, co stało się wyraźnie widoczne w początkowych latach XXI wieku.

Dużą niewiadomą był również sposób zachowania się samych przedsiębiorstw w pierwszych latach zmian ustrojowych. Podstawowe pytanie, jakie zadawano w owym czasie, dotyczyło tego, czy przedsiębiorstwa, które miały – mimo że ograniczoną – jednak dużą samodzielność, chociażby w decyzjach prywatyzacyjnych, będą skłonne poddać się temu procesowi. Zarządy przedsiębiorstw państwowych spotkały się z nową rzeczywistością – nastąpiła wyraźna zmiana w sposobie podejmowania decyzji. Przedsiębiorstwo nie mogło już bezpośrednio się utożsamiać z właścicielem państwowym, lecz stało się organizacją, która była koalicją indywidualnych podmiotów lub grup gospodarczych. A zatem wraz z transformacją ustrojową pojawił się problem: jeśli właściciel państwowy odcina się od tej sprawy, powstaje próżnia, którą należy wypełnić. Dyrekcje przedsiębiorstw państwowych zdawały sobie sprawę z treści cech transformacji gospodarczej, z których wynika konieczność stworzenia odpowiedniego układu instytucjonalnego zapewniającego właściwe stosunki własnościowe. Dopiero późniejsze badania z zakresu ogólnych założeń teorii transformacji ustrojowej⁹

⁷ Najbardziej radykalny był program J. Sachsa i D. Liptowa oraz J. Beksiaka.

⁸ Łagodniejszy program zawierał „rozłożenie stabilizacji w czasie”; jest kojarzony z R. Bugajem.

⁹ Zob. A. Wojtyna, *Strategia gospodarcza a ekonomia polityczna reform*, w: M. Belka, W. Trzeciakowski (red.), *Dynamika transformacji polskiej gospodarki*, Poltext, Warszawa 1997.

i próby analizy kierunku rozwoju teorii przekształceń¹⁰ oraz badania empiryczne zachowań przedsiębiorstw¹¹ częściowo wyjaśniły strategię przystosowawczą przedsiębiorstw do nowych warunków.

Przedsiębiorstwa funkcjonujące w gospodarce centralnie administrowanej utraciły całkowicie samodzielność decyzyjną i to zarówno co do sposobów produkcji i dystrybucji, jak i kierunków rozwoju. W pewnym sensie za okres pośredni można by przyjąć okres funkcjonowania od roku 1982 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych. Częściowe usamodzielnienie przedsiębiorstwa, szczególnie w sferze samofinansowania, dało podstawy do zwrócenia większej uwagi na wyniki ich działalności. Przyczyniło się to do innego spojrzenia na jego efektywność ekonomiczną i racjonalność działania. Zachowania się przedsiębiorstw w tym okresie nie można jednak odnieść wprost do żadnej z teorii firm¹², można jedynie, w dużym uproszczeniu, porównać do paradygmatu teorii behawioralnej¹³. Podstawowym wyróżnikiem tej teorii jest dążenie przedsiębiorstwa do wprowadzania większego realizmu w procesach podejmowania decyzji. Ten większy realizm w podejmowaniu decyzji wynikał z potencjalnego zagrożenia likwidacją lub upadkiem przedsiębiorstwa państwowego. Po raz pierwszy w systemie gospodarki centralnie administrowanej przedsiębiorstwo państwowe mogło być zlikwidowane, a więc zniknęła pewność trwania niezależnie od wyników jego działalności. Nastąpiła więc wyraźna zmiana w sposobie podejmowania decyzji.

Klimat, jaki wprowadziła transformacja ustrojowa co do praw własności, spowodowała diametralnie odmienne reguły gry funkcjonowania przedsiębiorstw. Mecenat państwowy został stopniowo wypierany przez własność prywatną. Nastąpiły istotne przewartościowania rzeczywistych celów przedsiębiorstw, zmianom uległy zakresy aspiracji uczestników tych organizacji, a także kierunek i poziom konfliktu wewnątrz firm. Zmiana paradygmatów w działalności przedsiębiorstwa

¹⁰ Zob. W.J. Otta, *Od gospodarki administrowanej do rynkowej*, „Gospodarka Narodowa” 1994, nr 1.

¹¹ Zob. S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, TNOiK Dom Organizatora, Toruń 2002.

¹² W literaturze do podstawowych nurtów współczesnej teorii przedsiębiorstwa zalicza się następujące: neoklasyczną teorię firmy, menedżerskie teorie firmy, behawioralną teorię firmy, teorię agencji, teorię praw własności i teorię kosztów transakcyjnych.

¹³ Zob. M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998.

była odbiciem, z jednej strony, poziomu udziału sfery prywatnej w gospodarce narodowej, a z drugiej – zmian struktury kapitału przedsiębiorstw.

2. Analiza zmian struktury kapitału właścicielskiego

Początkowe lata transformacji gospodarczej cechowały się przeprowadzonymi transakcjami prywatyzacyjnymi o charakterze operacji komercjalizacyjnych. Dla inwestorów zagranicznych, zwłaszcza branżowych, okres ten charakteryzował się zajęciem „pozycji startowych” do zdecydowanego działania w drugim etapie przy sprzedaży pakietu akcji skomercjalizowanych przedsiębiorstw (spółek). Drugi etap to istotna faza konsolidacji, w którym inwestorzy zagraniczni wykorzystali możliwość przeprowadzania przymusowego wykupu akcji. Jednocześnie w tym okresie rozpoczęła się konsolidacja przedsiębiorstw państwowych. Powstały duże podmioty państwowe takie jak Kompania Węglowa, Południowy Koncern Energetyczny, Enea, Energia czy Enion.

Istotne przewartościowania, jakie dokonały się w systemie funkcjonowania gospodarki polskiej, wymagają więc wszechstronnego naświetlenia i zanalizowania głównych determinant wspomagających rozwój gospodarczy, szczególnie jeśli chodzi o udział kapitału zagranicznego w różnych formach własności przedsiębiorstw. W gospodarce rynkowej przedsiębiorstwa, niezależnie od formy własności, chcą wykorzystać napływ kapitału zagranicznego do realizacji własnego celu i według własnych metod jego osiągnięcia. W okresie transformacji własnościowej gospodarki polskiej wykorzystano różne metody dojścia do przewagi własności prywatnej nad własnością państwową, które jednocześnie w różny sposób wspomagają poziom napływu kapitału zagranicznego do przedsiębiorstw.

Z każdym kolejnym rokiem rośnie rola i znaczenie firm z udziałem kapitału zagranicznego w polskiej gospodarce. Praktycznie dzisiaj byłoby trudno wyobrazić sobie funkcjonowanie polskiej gospodarki bez ich udziału. Polska poprzez rosnące inwestycje zagraniczne oraz wymianę handlową jest włączana coraz bardziej w zachodzące na świecie procesy globalizacyjne.

Inwestycje zagraniczne jako lokatę kapitału w przedsiębiorstwa zaprezentowano w tabeli 1. Przedstawiono udział i dynamikę kapitału właścicielskiego

w 500 największych przedsiębiorstwach¹⁴, biorąc pod uwagę wskaźnik ilościowy, tj. liczbę przedsiębiorstw.

Dane zawarte w tabeli 1 wskazują na dość istotne zmiany udziału poszczególnych rodzajów kapitału właścicielskiego, jakie zaszły w okresie czternastu lat w największych przedsiębiorstwach¹⁵. W całym badanym okresie utrzymał się trend wzrostowy liczby przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, z tym że tempo tego wzrostu wyraźnie maleje. Na początku badanego okresu różnica tempa wzrostu między rokiem 1999 a rokiem 1998 wynosi 3,4 punktu procentowego, a w ostatnim roku w stosunku do 2010 roku już tylko 1,8 punktu procentowego. Znaczny wzrost udziału kapitału zagranicznego nastąpił w ostatnich trzech latach badanego okresu, w którym po raz pierwszy w roku 2009 znacznie przekroczył 50% i wyniósł 53,8%, by w latach następnych wynosić odpowiednio 54,2% i 56,0%. Również polski prywatny kapitał trzyma się dobrze, a jego udział w kapitale właścicielskim oscyluje około 1/3. Największy udział polskiego kapitału prywatnego w kapitale właścicielskim ogółem zaobserwowano w roku 2008, wyniósł 35,6%, by w ostatnim roku badanego okresu zmniejszył się do wysokości 34,0%. Wynika z tego, że do elity polskiej gospodarki w tym okresie dostały się kolejne przedsiębiorstwa kontrolowane przez rodzimy kapitał. Jest ich obecnie 170, czyli o 45 przedsiębiorstw więcej niż na początku badanego okresu, i nie jest to w tym okresie największa liczba przedsiębiorstw, ponieważ najwięcej – 178 – było ich w roku 2008. Odbyło to się głównie, co jest zrozumiałe, poprzez przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych.

¹⁴ Do badania wykorzystano listę 500 największych firm publikowaną w gazecie „Rzeczpospolita”. Na liście występuje trzycyfrowy kod określający tzw. formę własności (1 – własność państwowa skarbu państwa, 2 – własność państwowa, państwowych osób prawnych, 3 – własność komunalna, 4 – własność prywatna, 5 – własność zagraniczna), przy czym kolejność cyfr ma znaczenie przy własności mieszanej, gdyż oznacza przewagę własności. W naszych badaniach dane określające formę własności przedsiębiorstw zostały zmodyfikowane. Przy określeniu rodzaju kapitału przyjęto jego przewagę powyżej 50%.

¹⁵ Ustalenie kolejności największych przedsiębiorstw nie jest wcale tak łatwe, ponieważ wszystko zależy od przyjętego kryterium. Najczęściej w polskich warunkach przy ustalaniu kolejności przedsiębiorstw przyjmuje się poziom osiąganych przychodów. Okazuje się jednak, że przedsiębiorstwa przyjmują różny rodzaj przychodów, np. przychody ze sprzedaży lub przychody ogółem.

Tabela 1

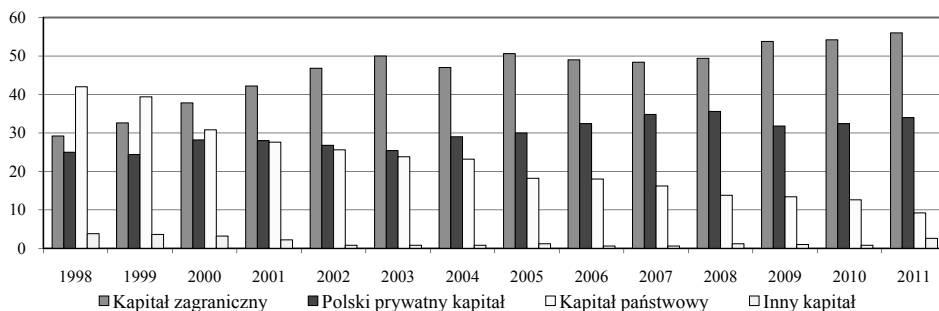
Udział i dynamika kapitału właścicielskiego w 500 największych przedsiębiorstwach w latach 1998–2011

Wyszczególnienie	1998				1999				2000			
	licz.	%	p.s.	r.p.	licz.	%	p.s.	r.p.	licz.	%	p.s.	r.p.
Kapitał zagraniczny	146	29,2	100	–	163	32,6	112	112	189	37,8	129	116
Polski prywatny kapitał	125	25,0	100	–	122	24,4	97	97	141	28,2	113	116
Kapitał państwowy	210	42,0	100	–	197	39,4	94	94	154	30,8	73	78
Inny	19	3,8	100	–	18	3,6	95	95	16	3,2	84	89
Razem	500	100	X	X	500	100	X	X	500	100	X	X
Wyszczególnienie	2001				2002				2003			
Kapitał zagraniczny	211	42,2	145	112	234	46,8	160	111	250	50,0	171	107
Polski prywatny kapitał	140	28,0	112	99	134	26,8	107	95	127	25,4	102	95
Kapitał państwowy	138	27,6	66	90	128	25,6	61	93	119	23,8	57	93
Inny	11	2,2	58	69	4	0,8	21	36	4	0,8	21	100
Razem	500	100	X	X	500	100	X	X	500	100	X	X
Wyszczególnienie	2004				2005				2006			
Kapitał zagraniczny	235	47,0	161	94	253	50,6	173	108	245	49,0	168	97
Polski prywatny kapitał	145	29,0	116	114	150	30,0	120	103	162	32,4	130	108
Kapitał państwowy	116	23,2	55	97	91	18,2	43	78	90	18,0	42	99
Inny	4	0,8	21	100	6	1,2	32	150	3	0,6	16	50
Razem	500	100	X	X	500	100	X	X	500	100	X	X
Wyszczególnienie	2007				2008				2009			
Kapitał zagraniczny	242	48,4	166	99	247	49,4	169	102	269	53,8	184	109
Polski prywatny kapitał	174	34,8	139	107	178	35,6	142	102	159	31,8	127	89
Kapitał państwowy	81	16,2	39	90	69	13,8	33	85	67	13,4	32	97
Inny	3	0,6	16	100	6	1,2	32	200	5	1,0	26	83
Razem	500	100	X	X	500	100	X	X	500	100	X	X
Wyszczególnienie	2010				2011							
Kapitał zagraniczny	271	54,2	186	101	280	56,0	192	103				
Polski prywatny kapitał	162	32,4	130	102	170	34,0	136	105				
Kapitał państwowy	63	12,6	30	94	46	9,2	22	73				
Inny	4	0,8	21	80	4	0,8	21	100				
Razem	500	100	X	X	500	100	X	X				

p.s. – podstawa stała, rok 1998 = 100, r.p. – rok poprzedni = 100.

Źródło: obliczenia własne na podstawie listy największych firm „Rzeczypospolitej”.

Kapitał państwowy, który w roku 1998 charakteryzował się największym udziałem w stosunku do kapitału zagranicznego i w stosunku do kapitału prywatnego polskiego, sukcesywnie zmniejszał swój udział. W roku 2000 na pierwsze miejsce wysunął się kapitał zagraniczny, a w roku 2001 również polski kapitał prywatny przewyższył kapitał państwowy (wykres 1).



Wykres 1. Udział kapitału właścicielskiego w 500 największych przedsiębiorstwach w latach 1998–2011 (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tabeli 1.

Zatem rok 2000 stał się symbolem przewagi udziału kapitału zagranicznego w rozwoju największych przedsiębiorstw w Polsce. Kapitał zagraniczny osiągnął po raz pierwszy przewagę nad pozostałymi rodzajami kapitałów i tej pozycji już do końca badanego okresu nie stracił. Jego udział w roku 2000 był wyższy w 189 przedsiębiorstwach wobec 154 przedsiębiorstw o kapitale państwowym. Ciekawy był też rok 2001, w którym po raz pierwszy udział polskiego prywatnego kapitału przewyższał udział polskiego kapitału państwowego. Udział ten w następnych latach stale wzrastał, a w roku 2007 był już wyższy ponad dwukrotnie. W latach 2006–2008 zaobserwowano jeszcze jedną ważną tendencję. Udział kapitału zagranicznego w 500 największych przedsiębiorstwach prawie zrównał się z udziałem polskiego prywatnego kapitału i kapitału państwowego razem, by od roku 2009 do końca badanego okresu „panować samodzielnie”. Natomiast jeśli rozpatruje się trzy podstawowe formy kapitału właścicielskiego, to – jak wynika z przeprowadzonych badań – od roku 2000 w największych przedsiębiorstwach w Polsce w zdecydowanej przewadze rządził kapitał zagraniczny, który systematycznie powiększał udziały, by w roku 2010 osiągnąć absolutną większość wynoszącą 54,2%. Drugie miejsce, od roku 2001, zajmuje polski

prywatny kapitał, którego udział kształtuje się w granicach 25,0–35,6%. Tylko w pierwszych latach transformacji gospodarczej, tj. do roku 1999, przewagę miał kapitał państwowy. Jeśli przyjmiemy, że podstawowym celem transformacji ustrojowej były przekształcenia własnościowe na rzecz kapitału prywatnego, można z zadowoleniem przyjąć, że gospodarka Polski zmierza we właściwym kierunku. Rodzi się pytanie, które zadawane jest nie tylko w literaturze naukowej, lecz przede wszystkim w życiu gospodarczym przez pracowników najemnych: czy większą przewagę powinien mieć kapitał zagraniczny, czy polski kapitał prywatny. Widać więc, że choć inwestycje zagraniczne odgrywają ważną rolę w unowocześnianiu polskiej gospodarki, jednak rola i znaczenie tych inwestycji w badanym okresie były różne; widać też, że wywołują wiele emocji. Dużą część społeczeństwa traktuje inwestycje zagraniczne, a szczególnie te prywatyzacyjne, jako formę stopniowego uzależnienia się od decydentów zewnętrznych. Inna część społeczeństwa jest jednak zdania, że inwestycje zagraniczne są dużą szansą dla przyspieszenia rozwoju gospodarczego Polski, co pozwoli w niedługim czasie dorównać rozwojowi krajów tzw. starej Europy.

W dobie powszechnej globalizacji można by przyjąć, że nie ma to istotnego znaczenia, który kapitał ma przewagę. Wszyscy są zgodni, że kapitał państwowy powinien mieć niewielkie znaczenie wszędzie tam, gdzie jest możliwość zastąpienia go innym, jedynie w tzw. strategicznych obszarach jego znaczenie powinno być podstawowe, np. w energetyce, bankowości. W kołach zbliżonych do państwa socjalnego uważa się, że państwo powinno mieć znaczący udział w zarządzaniu tzw. sektorami komunalnymi i infrastrukturalnymi. Z kolei zwolennicy polskiego kapitału prywatnego na pierwszy plan wysuwają sposób realizacji nadwyżki dodanej, to znaczy jest ona wykazywana i wykorzystywana głównie w Polsce. Kapitał zagraniczny transferuje zyski za granicę, a i do ustalania wielkości kosztów można mieć dużo uwag. Powiększanie się grona gospodarczych potentatów z prywatnym rodzimym kapitałem uznawane jest więc za bardzo pozytywną tendencję. Oznacza to, że rozwój gospodarczy naszego kraju w coraz większym stopniu opiera się na zwiększonej przedsiębiorczości Polaków, a nie na imporcie inwestycji zagranicznych. Można to również wytłumaczyć zmianą zachowań przedsiębiorstw po prywatyzacji.

Klasyczne przedsiębiorstwo przejmuje pełne konsekwencje swojej działalności, ale i ponosi także związane z tym ryzyko. Po zmianie właściciela z państwowego na prywatnego przedsiębiorstwa oczekują od rządów stabilnego systemu prawnego, stabilnych stóp procentowych, szczególnie niskiego ryzyka

kursowego¹⁶. Nowe zjawisko konkurencyjności spowodowało, że preferencje, zasoby rzeczowe i intelektualne oraz ceny są prawie całkowicie niezależne od przedsiębiorstwa prywatnego. Zakłada się jednak, że gospodarka rynkowa stwarza warunki do elastyczności działań w zakresie wykorzystania zasobów i poszukiwań innowacji, co przedsiębiorstwa w całej pełni, jak wykazały badania, wykorzystują, a w niektórych obszarach nawet wyprzedzają przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym.

Niezależnie od udziału poszczególnych rodzajów kapitałów przedsiębiorstw ważnym zagadnieniem jest, czy te kapitały przyczyniały się oraz w jakim stopniu do poprawy efektywności gospodarowania w całej gospodarce Polski. Za miarę tej oceny przyjęto wskaźnik rentowności obrotu, który ma postać relacji procentowej zysku brutto lub netto do przychodów z całokształtu działalności (tabela 2).

Tabela 2

Rentowność obrotu w gospodarce narodowej według sektorów
w latach 1995–2010 (%)

Lata	Rentowność obrotu brutto			Rentowność obrotu netto		
	ogółem	sektor publiczny	sektor prywatny	ogółem	sektor publiczny	sektor prywatny
1995	3,9	4,5	3,4	1,9	1,8	1,9
1996	3,2	2,9	3,5	1,5	0,8	2,0
1997	3,7	4,3	3,2	1,6	1,4	1,7
1998	1,9	0,1	2,5	0,5	-1,3	1,3
1999	1,4	-0,5	2,1	0,1	-1,9	0,9
2000	1,7	1,1	1,9	0,5	-0,2	0,8
2001	0,7	-1,3	1,2	-0,2	-2,2	0,3
2002	0,8	-1,7	1,6	-0,2	-2,5	0,5
2003	2,8	1,5	3,2	1,7	0,3	2,1
2004	6,0	6,5	5,9	4,8	4,9	4,8
2005	4,9	4,6	5,0	3,9	3,2	4,1
2006	5,8	5,5	5,8	4,7	4,1	4,8
2007	6,1	5,2	6,3	5,0	4,1	5,2
2008	4,2	3,6	4,3	3,3	2,8	3,4
2009	5,0	4,6	5,0	4,1	3,5	4,2
2010	5,3	7,3	5,0	4,4	6,0	4,2

Źródło: Mały Rocznik Statystyczny 1996–2011, GUS, Warszawa 1996–2011.

¹⁶ W pierwszych latach transformacji ustrojowej praktycznie wszystkie problemy gospodarcze charakteryzowały się wysokim ryzykiem. W późniejszym okresie, kiedy wprowadzono obowiązek zamówień publicznych, a przetargi stały się powszechne, przedsiębiorcy zwracają uwagę na ryzyko kursu walutowego. Przedłużająca się procedura przetargowa przy silnie umacniającej się walucie krajowej stanowi wysokie ryzyko kosztowe danego przedsięwzięcia inwestycyjnego.

Dane przedstawione w tabeli 2 potwierdzają powszechnie uznawaną tezę o lepszej efektywności gospodarowania w sektorze prywatnym niż w publicznym. W badanym okresie zyskowność brutto była wyższa w sektorze prywatnym, a tylko w czterech latach była niższa niż w sektorze publicznym. Jeszcze lepszy obraz sektora prywatnego w porównaniu z sektorem publicznym prezentuje wskaźnik rentowności netto, bo tylko w roku 2004 i w 2010 zyskowność netto była wyższa w sektorze publicznym. Ponadto trzeba zaznaczyć, że tylko sektor publiczny wykazywał się w niektórych latach badanego okresu deficytowością, gdyż wskaźniki rentowności zarówno brutto, jak i netto miały wartość ujemną.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono tezę, że największymi podmiotami gospodarczymi rządzą trzy główne formy kapitału, a mianowicie: kapitał zagraniczny, kapitał prywatny polski i kapitał państwowy. Analizując udział tych trzech form kapitału w 500 największych firmach według „Rzeczypolitej”, należy stwierdzić, że zdecydowaną przewagę osiągnął kapitał prywatny, który w sposób stały, choć nierównomierny powiększał przewagę nad kapitałem państwowym.

Biorąc pod uwagę efektywność poszczególnych rodzajów kapitałów największych przedsiębiorstwach, należy stwierdzić, że przewaga sektora prywatnego była dominująca. Zarówno rentowność brutto, jak i rentowność netto tylko w sektorze prywatnym charakteryzowała się we wszystkich latach badanego okresy wartością dodatnią.

Literatura

- Borowiecki R., Kaczmarek J., *Uwarunkowania procesów dostosowawczych w świetle zmian strukturalno-własnościowych w Polsce (analiza okresu 1990–1996)*, w: Cz. Glinkowski (red.), *Szanse i zagrożenia rozwoju restrukturyzowanych przedsiębiorstw w Europie Środkowo-Wschodniej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1997.
- Gorynia M., *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998.

- Janasz W., *Innowacje w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw*, w: W. Janasz (red.), *Innowacje w strategii rozwoju organizacji w Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2009.
- Krzemińska D., *Wiarygodność kredytowa w kredycie kupieckim*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2005.
- Otta W.J., *Od gospodarki administrowanej do rynkowej*, „Gospodarka Narodowa” 1994, nr 1.
- Szomburg J., *Jaki kapitalizm?*, „Przegląd Polityczny” 1993, nr specj.
- Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, TNOiK Dom Organizatora, Toruń 2002.
- Wilczyński W., *Transformacja gospodarki polskiej po pięciu latach – 1989–1994*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1994, nr 3.
- Wojtyna A., *Makroekonomiczne aspekty prywatyzacji*, w: A. Noga (red.), *Przekształcenia własnościowe w Polsce (1990–1997)*, Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 1999.
- Wojtyna A., *Strategia gospodarcza a ekonomia polityczna reform*, w: M. Belka, W. Trzeciakowski (red.), *Dynamika transformacji polskiej gospodarki*, Poltext, Warszawa 1997.

CHANGES IN CAPITAL OWNERSHIP STRUCTURE AND COMPANY VALUE

Summary

The paper presents an application study related to the flow of particular capital structures in Poland's largest companies. An increase in a company's value is achieved, among other things, through changes in its capital structures. Privatisation as an important element of ownership transformation will be treated in this paper as a factor responsible for changes in corporate equity structure. Research into three forms of capital in the *Rzeczpospolita* daily's largest companies suggests that private capital, foreign capital included, is clearly prevalent. It has constantly, though unsteadily, been increasing its predominance over Polish private capital and state capital.

Keywords: ownership transformation, privatisation, foreign capital, Polish private capital, state capital, return on capital

Translated by Henryk Sobolewski