

Efektywność operacyjna przedsiębiorstw prywatyzowanych w Polsce w latach 2008–2011*

Wiktor Patena**

Streszczenie: W pracy dokonano porównania efektywności operacyjnej 59 przedsiębiorstw sprywatyzowanych w Polsce w okresie 2008–2011. Dane do testów pochodzą z okresu 3 lat przed prywatyzacją i 3 lat po prywatyzacji. Analiza dotyczy tej samej grupy przedsiębiorstw. W badaniach weryfikowano 8 hipotez w 5 obszarach: rentowność, produktywność zatrudnienie, inwestycje kapitałowe, stopa reinwestycji, poziom zadłużenia.

Wyniki nie są jednoznaczne: 4 hipotezy zostały zweryfikowane pozytywnie, ale pozostałe 4 negatywnie. Należy jednak podkreślić, że testowane hipotezy i otrzymane wyniki tworzą spójną narrację na temat prywatyzacji w Polsce. Rentowności badanych przedsiębiorstw, mierzone w okresie 3 lat przed prywatyzacją i 3 lat po prywatyzacji, nie zmieniły się istotnie. Natomiast zauważalne są działania nowych właścicieli polegające na stopniowej redukcji kosztów. Działania te rozpoczęły się od redukcji zatrudnienia – istotnie wzrosły wskaźniki SaPa i APa. Zarządy powstrzymują procesy dezinwestycyjne – istotnie rośnie wskaźnik FAS. Przedsiębiorstwa zwiększyły także istotnie stopy reinwestycji – w 74% spółek rośnie wskaźnik PB. Inwestycje odbywają się dzięki rosnącemu finansowaniu zewnętrznemu – zmienia się struktura kapitałowa spółek, rosną średnie stopy zadłużenia.

Słowa kluczowe: prywatyzacja, cele mikroekonomiczne prywatyzacji, efektywność operacyjna przedsiębiorstw, analiza finansowa

Wprowadzenie

Program reform gospodarczych, w tym prywatyzacja, został zainicjowany decyzją pierwszego polskiego rządu działającego po upadku komunizmu w roku 1989. Główną przesłanką decyzji o prywatyzacji było przekonanie poparte licznymi badaniami naukowymi wykazującymi, że przedsiębiorstwa państwowe są trwale nieefektywne. Zakładano, że prywatyzacja będzie miała pozytywny wpływ na wyniki operacyjne i finansowe prywatyzowanych przedsiębiorstw, zwiększy ich konkurencyjność i poprawi stan całej gospodarki. W warunkach gospodarki rynkowej bowiem zarządy spółek będą z natury rzeczy działały zgodnie z podstawowym celem funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa, tzn. by zmaksymalizować wartość przedsiębiorstwa dla jego udziałowców – *stockholder wealth maximization* (Brigham 2000). Ponadto, przedsiębiorstwa zostaną poddane presji rynków

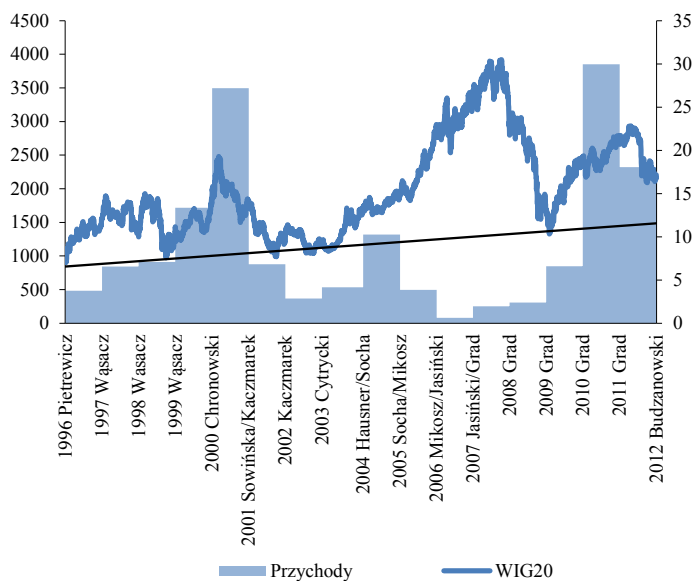
* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji nr DEC-2012/05/B/HS4/03546.

** dr Wiktor Patena – Wyższa Szkoła Biznesu, National Louis University z siedzibą w Nowym Sączu, ul. Zielona 27, 33-300 Nowy Sącz, e-mail: patena@wsb-nlu.edu.pl.

finansowych i inwestorów zorientowanych na zysk, zamiast nacisków wywieranych przez polityków i inercji zarządzania sprawowanego przez dane ministerstwo i jego urzędników. Liczono także na inne korzyści:

- stabilne ceny związane z bardziej konkurencyjnym rynkiem,
- wyższe wpływy podatkowe od zreformowanych i bardziej efektywnych firm,
- bezpośrednie wpływy z prywatyzacji,
- napływ inwestycji zagranicznych,
- redefinicję branż strategicznych dla gospodarki i pozbycie się konieczności zarządzania firmami o marginalnym znaczeniu z punktu widzenia interesu publicznego.

W niniejszej pracy skupiono się na tzw. celach mikroekonomicznych, jakie miały zostać osiągnięte poprzez prywatyzację. Jak pisze P. Kozarzewski „prywatyzacja miała rozwiązać problem nieefektywności przedsiębiorstw państwowych, zwiększyć ich konkurencyjność, co z kolei miało doprowadzić do poprawy produktywności całego sektora przedsiębiorstw i w konsekwencji przyczynić się do poprawy funkcjonowania gospodarki narodowej oraz zapewnić jej wzrost” (2014: 107).



Rysunek 1. Przychody z prywatyzacji vs polityka i koniunktura gospodarcza

Źródło: na podstawie Patena (2014): 59.

Sama prywatyzacja nie zawsze jednak przynosi spodziewane wyniki. Jak pisze J. Castro (1997), niezbędnym warunkiem poprawy przez spółkę wyników operacyjnych i finansowych jest działanie w środowisku wolnej konkurencji. Z drugiej strony, sam proces prywatyzacji podlega mocnej polityzacji, na co wskazuje rysunek 1.

W pracy dokonano porównania efektywności operacyjnej 59 przedsiębiorstw sprywatyzowanych w Polsce w latach 2008–2011. Wyniki są niejednoznaczne, ale na ich podstawie można sformułować spójną narrację dotyczącą zachodzących procesów prywatyzacyjnych i ich wyników. Zauważalne są działania nowych właścicieli polegające na stopniowej redukcji kosztów, w tym redukcji zatrudnienia, przedsiębiorstwa powstrzymują procesy dezinwestycyjne i zwiększają stopy reinwestycji, zmienia się struktura kapitałowa spółek, rosną średnie stopy zadłużenia. Te zaobserwowane zmiany nie doprowadziły jednak jeszcze do istotnego wzrostu rentowności w grupie badanych przedsiębiorstw.

1. Przegląd literatury

Tematyka dotycząca prywatyzacji jest przedmiotem wielu badań i prac naukowych. W poniższym przeglądzie publikacji odniesiono się do prac opublikowanych po roku 2000 oraz najbliższych tematyce i metodyce przeprowadzonych badań, tj. porównań efektywności przedsiębiorstw w jednym kraju (wyjątkiem jest klasyczna praca J. D'Souzy) w okresie przed i po prywatyzacji dokonanych za pomocą analiz statystycznych i metody zaproponowanej w pracy J. D'Souzy (D'Souza, Megginson 1999).

J. D'Souza i W.L. Megginson (1999) – autorzy klasycznej pracy poświęconej badaniu efektywności przed i poprywatyzacyjnej przedsiębiorstw – poddali analizie efektywność finansową oraz operacyjną 85 firm z 28 krajów, sprywatyzowanych w latach 1990–1996. W swojej pracy udokumentowali znaczące zwiększenie rentowności (ROS rośnie z 6% do 10%), efektywności operacyjnej i wysokości dywidendy, a także zmniejszenie dźwigni finansowej. Równie znacząco zwiększyły się wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. Zatrudnienie spadło, aczkolwiek ta różnica nie była istotna statystycznie. Wyniki przeprowadzonej analizy sugerują wyraźnie, że prywatyzacja istotnie poprawiła finansową i operacyjną efektywność badanych firm.

Badania przeprowadzone w Peru przez M. Torero (2002) wskazują na potrzebę kontynuacji procesów prywatyzacyjnych, szczególnie w branżach bankowej i firm usługowych typu „utility” – spółki wodociągowe i energetyczne. Generalnie wszystkie wskaźniki pokazują, że prywatne przedsiębiorstwa są bardziej efektywne i bardziej rentowne (wzrost ROS z 4,8% do 7,7% w sektorze finansowym). Zauważalnym efektem jest jednak wyraźny spadek zatrudnienia będący konsekwencją procesów prywatyzacyjnych rozpoczętych w Peru w roku 1993.

Badania przeprowadzone przez M. Omrana (2004) na próbie 54 sprywatyzowanych w latach 1994–1998 przedsiębiorstw, a także 54 firm państwowych, miały na celu porównanie efektywności firm sprywatyzowanych względem przedsiębiorstw państwowych. Przeprowadzona analiza ujawniła, że sprywatyzowane firmy nie wykazały znaczącej poprawy w osiąganym efektywności w porównaniu do przedsiębiorstw państwowych, co poddaje w wątpliwość korzyści z prywatyzacji w Egipcie. Wyniki badania nie pokazały istotnych różnic między firmami sprywatyzowanymi a przedsiębiorstwami państwowymi.

Przyczyny uzyskania takiego wyniku mogły być następujące: pozytywny wpływ przedsiębiorstw prywatnych na państwowe, niewystarczające wielkości próby, zmiany w systemie gospodarczym w Egipcie lub w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych. Jedną z interpretacji wyników badania jest stwierdzenie, iż prywatyzacja poprawia wydajności ogółu przedsiębiorstw, a nie tylko tych sprywatyzowanych.

Badanie przeprowadzone przez M. Mainoma i M. Tanko (2005) miało na celu sprawdzenie efektywności sprywatyzowanych firm sektora ubezpieczeń w Nigerii. Analizie poddano okres przed i po prywatyzacji. Wykorzystując test Wilcozona badano istotność zmian w zakresie wartości środków trwałych, rentowności, zatrudnienia, poziomu dywidend, dźwigni finansowej oraz efektywności operacyjnej w okresie 10 lat. Wyniki testu dla pełnej próby sprywatyzowanych firm ubezpieczeniowych potwierdziły tezę, że prywatyzacja poprawia efektywność operacyjną oraz wydajność sprywatyzowanych firm ubezpieczeniowych. Udokumentowano istotny wzrost rentowności (ROA z 8,6% na 38%), efektywności, wysokości dywidendy i kapitalizacji dla wszystkich sprywatyzowanych firm ubezpieczeniowych. Z drugiej strony odnotowano negatywne zmiany w poziomie zatrudnienia.

M. Tatahi i A. Heshamti (2009) badali zmiany w efektywności operacyjnej i finansowej przedsiębiorstw sprywatyzowanych w Szwecji w latach 1989–2007. Badacze stwierdzają brak istotnych różnic w efektywności obu kategorii przedsiębiorstw. Kończąc konkluzją, że prywatyzacja w Szwecji nie była tak udana jak oczekiwano, ani jak wynika to z doświadczeń innych krajów.

Wpływ prywatyzacji na wyniki chińskich spółek giełdowych został zbadany przez Z. Huanga oraz K. Wanga (2010). Analiza próby 127 spółek wykazała pozytywny wpływ przeprowadzonej transformacji własnościowej. W badanych spółkach odnotowano korzystne zmiany w odniesieniu do rentowności (ROS z $-20,9\%$ do $-16,4\%$) i efektywności. Wyniki uzyskane przez autorów miały za zadanie przekonać chiński rząd do zmniejszenia kontroli własności w analizowanych spółkach poprzez pokazanie, że oddanie kontroli prywatnym właścicielom zwiększyło wydajność pracy i rentowność tych firm.

Badania T.Q. Vo (2013) poświęcone zostały analizie wpływu udziału państwa, kultury korporacyjnej i zaangażowania pracowników na efektywność działania sprywatyzowanych w latach 1998–2005 przedsiębiorstw w Wietnamie. Wykorzystując dane zebrane od pracowników szczebla menedżerskiego oraz niższych, jak również raporty roczne spółek, pokazano, że integracja organizacyjna znacząco wpływa na wydajność prywatyzowanych firm. Ponadto, satysfakcja pracowników i klientów jest jednym z najważniejszych czynników podnoszących wydajność przedsiębiorstw. Potwierdzono też, że przedsiębiorstwa z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa działają lepiej niż te z większą własnością państwową.

W większości prac udowodniono pozytywny wpływ procesów prywatyzacyjnych na efektywność finansową i operacyjną przedsiębiorstw. W części prac wyniki badań były jednak niejednoznaczne.

Analizowane prace łączy koncentracja na procesach prywatyzacyjnych zachodzących w jednym kraju oraz ilościowa metoda oceny zmiany w efektywności operacyjnej prywatyzowanych przedsiębiorstw. Należy zauważyć, że w większości prac przedmiotem badań były wyłącznie spółki giełdowe, co wynika z łatwości dostępu do sprawozdań finansowych takich przedsiębiorstw.

2. Metodologia i hipotezy

W *Planie prywatyzacji na lata 2012–2013* sprecyzowano kryteria doboru spółek do prywatyzacji: „przy wyborze podmiotów planowanych do prywatyzacji kierowano się zasadą racjonalizacji posiadanych aktywów Skarbu Państwa, a więc dążeniem do jak najlepszego zabezpieczenia interesów gospodarczych państwa oraz efektywnym oddziaływaniem na podmioty gospodarcze poprzez prowadzenie przemian własnościowych. Działania te zmierzają do konsekwentnego ograniczenia roli państwa w tych obszarach gospodarczych, w których nie jest konieczne sprawowanie nadzoru właścicielskiego przez organy administracji publicznej” (*Plan...* 2012). Przesłanką do określenia tych kryteriów jest wielokrotnie wcześniej ujawniane przekonanie o trwałej nieefektywności przedsiębiorstw państwowych, związane z tym, że nigdzie na świecie nie udało się stworzyć racjonalnego i skutecznego systemu nadzoru państwa nad przedsiębiorstwami (Błaszczuk 2007). Tezy, że własność prywatna ma pozytywny wpływ na efektywność operacyjną przedsiębiorstw, dowiedziono w licznych badaniach (np. D’Souza, Megginson 1999; Vo 2013). Takie badania nie były jednak prowadzone w Polsce w odniesieniu do procesów prywatyzacyjnych przeprowadzonych w wieku XXI.

Przedmiotem naszych badań jest proces prywatyzacji z okresu 2008–2011. Typowymi oczekiwaniami co do skutków prywatyzacji jest poprawa efektywności operacyjnej prywatyzowanych przedsiębiorstw. Oczekuje się zwykle wzrostu przychodów, wzrostu rentowności, zwiększenia inwestycji kapitałowych, ale jednocześnie spadku zatrudnienia. Hipotezy podobne do tych założeń są testowane w niniejszej pracy. Zaproponowana metodologia wzorowana jest częściowo na klasycznej pracy D’Souzy i Megginsona (1999). Pozwoli to na porównywalność wyników badań.

W przyjętym modelu badawczym efektywność operacyjna przedsiębiorstw jest zmienną zależną. Zmienna niezależna to zmiana własnościowa zachodząca w przedsiębiorstwie (prywatyzacja) skutkująca przejęciem przez podmiot prywatny kontroli nad przedsiębiorstwem. Efektywność operacyjna jest badana za pomocą 8 miar w 5 następujących obszarach:

- rentowność,
- produktywność zatrudniania,
- inwestycje kapitałowe,
- stopa reinwestycji,
- poziom zadłużenia.

Miarą rentowności są ROS i ROE (definicje podano w tab. 1); miarą produktywności zatrudnienia SaPA i APa, czyli odpowiednio przychody i aktywa generowane przez każdą złotówkę wydaną na wynagrodzenia; miarą inwestycji jest FAS, czyli relacja inwestycji w aktywa trwałe do przychodów; miarą stopy reinwestycji jest PR – relacja zysków zatrzymanych do zysku netto, a miarą stopnia zadłużenia DA i DEB, czyli odpowiednio relacja długu długoterminowego do aktywów i do EBITDA. W większości podobnych badań antycypuje się następujące wyniki badań: prywatne firmy są bardziej rentowne niż państwowe, zatrudnienie się zmniejsza, spada zadłużenie, wzrasta stopa wypłaty dywidendy, rosną inwestycje. Hipotezy postawione w niniejszej pracy są częściowo zbieżne z wynikami antycypowanymi w innych badaniach. Różnicą jest (por. hipotezy w tabeli 1) hipoteza dotycząca zadłużenia. Z naszych obserwacji wynika, że zarządy spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa prowadzą zwykle bardzo konserwatywną politykę dotyczącą kapitału obcego – trudno zatem oczekiwać, aby poziomy zadłużenia w sprywatyzowanych spółkach spadały. Typowo zakłada się także wypłatę coraz wyższych dywidend w firmach prywatnych. W przypadku okresu, jaki podlega badaniu (3 lata po prywatyzacji) oczekujemy jednak raczej wzrostu poziomu reinwestycji. Podsumowując, zakładamy wzrost wszystkich 8 wskaźników w okresie po prywatyzacji w porównaniu z okresem przed. Reasumując, weryfikacji poddanych zostaje 8 hipotez (por. tab. 1):

- H1: w okresie po prywatyzacji, wzrasta ROS,
- H2: w okresie po prywatyzacji, wzrasta ROE,
- H3: w okresie po prywatyzacji, wzrasta SaPa,
- H4: w okresie po prywatyzacji, wzrasta APa,
- H5: w okresie po prywatyzacji, wzrasta FAS,
- H6: w okresie po prywatyzacji, wzrasta PR,
- H7: w okresie po prywatyzacji, wzrasta DA,
- H8: w okresie po prywatyzacji, wzrasta DEB.

Pod uwagę wzięto przedsiębiorstwa sprywatyzowane w latach 2008–2011. Warunkiem jest przekroczenie przez podmiot prywatny progu 50% udziału w strukturze własnościowej danego przedsiębiorstwa. Dane do testów pochodzą z okresu 3 lat przed prywatyzacją (okres B, przed prywatyzacją –3 do –1) i 3 lat po prywatyzacji (okres A, po prywatyzacji +1 do +3). Okres, w którym przedsiębiorstwo zostało sprywatyzowane, oznaczono jako rok 0 i jako przejściowy nie zostaje brany pod uwagę. Analiza dotyczy zatem w sumie 7 lat, ale wykracza istotnie poza okres 2008–2011 zależnie od momentu, w którym dana spółka została sprywatyzowana. Dla każdej spółki i każdego wskaźnika obliczono medianę z 3 lat przed i po prywatyzacji. Te mediany są podstawą kolejnych analiz – obliczanie średnich dla całej grupy przedsiębiorstw. Analiza (okres przed i po prywatyzacji) dotyczy tej samej grupy przedsiębiorstw. Wszystkie miary są wskaźnikami, a więc są porównywalne i nie wymagają sprowadzania do wartości realnych, indeksacji etc. Podstawą analiz są wartości średnich i median z okresów A i B, które następnie poddane są testom dla wykazania, czy

różnice w wartościach średnich są istotne statystycznie. Wcześniej użyto kilku testów aby sprawdzić, czy analizowane rozkłady mogą być przybliżone rozkładem normalnym. Zastosowano wizualne oceny rozkładu oraz statystki opisowe: skośność, kurtoza. Wyniki potwierdzają, że pewne analizowane zmienne nie są odległe od rozkładu normalnego. W odniesieniu do nich użyto testu T-par skojarzonych z dwiema próbami dla średniej. Dla reszty zastosowano test nieparametryczny Kruskal-Wallisa (uogólnienie testu Mann-Whitney).

Tabela 1

Podsumowanie testowanych hipotez

(A oznacza 3-letni okres po prywatyzacji, a B 3-letni okres przed prywatyzacją)

| Obszar | Miara | Hipoteza |
|----------------------------|--|---------------------|
| Rentowność | (ROS) stopa zwrotu na sprzedaży – zysk netto/przychody | $ROS(A) > ROS(B)$ |
| | (ROE) stopa zwrotu na kapitale własnym – zysk netto/kapitał własny | $ROE(A) > ROE(B)$ |
| Produktywność zatrudnienia | (SaPa) efektywność wydatków na wynagrodzenia względem przychodów – przychody/wynagrodzenia | $SaPa(A) > SaPa(B)$ |
| | (APa) efektywność wydatków na wynagrodzenia względem aktywów – aktywa/wynagrodzenia | $APa(A) > APa(B)$ |
| Inwestycje kapitałowe | (FAS) efektywność inwestycji kapitałowych – inwestycje w rzeczowe środki trwałe/ przychody | $FAS(A) > FAS(B)$ |
| Stopa reinwestycji | (PR) stopa reinwestycji – zyski zatrzymane/zysk netto | $PR(A) > PR(B)$ |
| Dźwignia finansowa | (DA) stopa zadłużenia aktywów – dług długoterminowy/aktywa | $DA(A) > DA(B)$ |
| | (DEB) pokrycie zysku długiem – dług długoterminowy/EBITDA | $DEB(A) > DEB(B)$ |

Źródło: opracowanie własne.

3. Opis próby

Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w Polsce w latach 2008–2011 objęła 528 firm. Zbiór ten stanowił wyjściową grupę do badania. Warunkami koniecznymi do zakwalifikowania firmy do próby badawczej były: prywatyzacja przedsiębiorstwa w latach 2008–2011, mniejszościowy udział Skarbu Państwa w spółce po prywatyzacji oraz dostępność danych z 3 lat przed i 3 lat po prywatyzacji. Ostatecznie próba badawcza składa się z 59 spółek, co stanowi ok. 10% zbioru początkowego.

Liczba prywatyzowanych spółek w badanym okresie (z badanej próby) spadała z każdym rokiem (tab. 2). Największa liczba przedsiębiorstw (29 firm) została sprywatyzowana w roku 2008. Rok później procesowi transformacji poddanych zostało 20 przedsiębiorstw. W latach 2010–2011 proces prywatyzacji rozpoczął się kolejno w 6 i 4 spółkach.

Prywatyzacją objęte zostały niemal wszystkie branże. Największa liczba przedsiębiorstw poddanych prywatyzacji pochodziła z branży energetyki (13 spółek). W branży transportowej sprywatyzowanych zostało 5 spółek. W pozostałych branżach liczba firm poddanych transformacji waha się od 1 do 4 przedsiębiorstw.

Tabela 2

Liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstwa państwowych w latach 2008–2011

| Rok prywatyzacji | Liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw |
|------------------|---|
| 2008 | 29 |
| 2009 | 20 |
| 2010 | 6 |
| 2011 | 4 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MSP.

Procesowi transformacji podlegały spółki z każdego z polskich województw (tab. 3). Najwięcej, 7 spółek sprywatyzowanych zostało w województwach: dolnośląskim, małopolskim, mazowieckim oraz pomorskim. W województwie kujawsko-pomorskim prywatyzacji poddano 5 firm, na Podlasiu 4 przedsiębiorstwa. W województwach łódzkim, podkarpackim, śląskim oraz warmińsko-mazurskim sprywatyzowano po 3 spółki. Natomiast w województwach lubelskim, lubuskim, opolskim i zachodniopomorskim prywatyzacji poddano po 2 przedsiębiorstwa. Po 1 firmie sprywatyzowano w województwach świętokrzyskim oraz wielkopolskim.

Tabela 3

Liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych według województw

| Województwo | Liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw |
|---------------------|---|
| Dolnośląskie | 7 |
| Kujawsko-pomorskie | 5 |
| Lubelskie | 2 |
| Lubuskie | 2 |
| Łódzkie | 3 |
| Małopolskie | 7 |
| Mazowieckie | 7 |
| Opolskie | 2 |
| Podkarpackie | 3 |
| Podlaskie | 4 |
| Pomorskie | 7 |
| Śląskie | 3 |
| Świętokrzyskie | 1 |
| Warmińsko-mazurskie | 3 |
| Wielkopolskie | 1 |
| Zachodniopomorskie | 2 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MSP.

Przychód z prywatyzacji w okresie 2008–2011 wyniósł łącznie ponad 3 mld zł. W pierwszym z analizowanych lat – w roku 2008, Skarb Państwa uzyskał przychód w wysokości blisko 1 300 tys. zł. Największy wpływ do budżetu osiągnięty został w roku 2009 – wyniósł 1 900 tys. zł. Przychody w latach 2010 i 2011, wraz ze znacząco niższą liczbą sprywatyzowanych przedsiębiorstw, zmniejszyły się.

Tabela 4

Liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych według przychodów

| Przychód (mln zł) | Liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw |
|-------------------|---|
| 0–1 | 17 |
| 1–5 | 14 |
| 5–10 | 10 |
| 10–50 | 8 |
| 50–100 | 4 |
| 100–200 | 2 |
| 200–800 | 4 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z MSP.

4. Analiza wyników

W tym rozdziale przedstawiono wyniki empiryczne badań (tab. 5), a także przeprowadzono ich analizę w podziale na obszary, w jakich testowano poszczególne hipotezy.

Tabela 5

Porównanie efektywności operacyjnej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji (Tt-ps oznacza test T-par skojarzonych, a KWT test Kruskal-Wallis)

| Miara | Średnia B (mediana) | Średnia A (mediana) | Różnica w średniej | P-value | Metoda | Procent firm ze zmianą zgodną z hipotezą | Hipoteza zweryfikowana pozytywnie |
|-------|---------------------|---------------------|--------------------|---------|--------|--|-----------------------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| ROS | 0,0274 (0,0219) | 0,0267 (0,0222) | –0,0007 | 0,9449 | Tt-ps | 54 | Nie |
| ROE | 0,0489 (0,0559) | 0,0355 (0,0650) | –0,0134 | 0,6932 | Tt-ps | 53 | Nie |
| SaPa | 4,9178 (4,1059) | 5,5823 (4,4457) | 0,6645 | 0,0127 | Tt-ps | 61 | Tak |
| Apa | 3,9748 (3,0204) | 5,6242 (3,5263) | 1,6494 | 0,0039 | Tt-ps | 68 | Tak |
| FAS | 0,03616 (0,0221) | 0,06509 (0,0391) | 0,0289 | 0,0034 | Tt-ps | 69 | Tak |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|-----|--------------------|--------------------|--------|--------|-------|----|-----|
| PB | 0,0318 (0,0000) | 0,0787 (0,5952) | 0,0469 | 0,05 | KWT | 74 | Tak |
| DA | 0,0576 (0,0044) | 0,0726 (0,0355) | 0,0150 | 0,232 | KWT | 75 | Nie |
| DEB | 0,4014 (0,0000) | 0,6427 (0,0468) | 0,2413 | 0,1401 | Tt-ps | 51 | Nie |

Źródło: opracowanie własne.

4.1. Rentowność

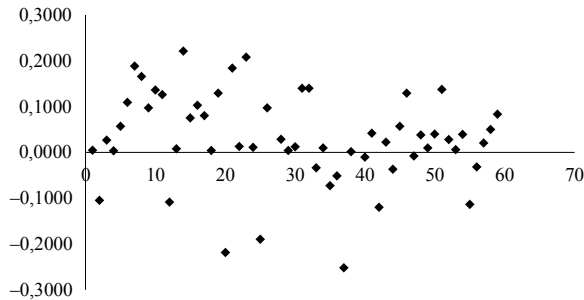
Zmiana w rentowności została zbadana za pomocą dwóch miar: ROS (stopa zwrotu na sprzedaży) i ROE (stopa zwrotu na kapitale własnym). Liczne badania wskazują, że prywatyzacja prowadzi do zwiększenia rentowności przedsiębiorstw (Omran 2004). Jednakże wyniki zaprezentowane w tabeli 6 przeczą tej tezie. Średnia wartość ROS spada z 2,74% do 2,67% (mediana lekko wzrasta), spada także wartość ROE (z 4,89% do 3,55%). W obu przypadkach testowane hipotezy (H1 i H2) zostają zweryfikowane negatywnie. Różnice w średnich dla grupy przedsiębiorstw przed prywatyzacją i dla grupy po prywatyzacji są statystycznie nieistotne. Rentowności w obu okresach są podobne i trudno zidentyfikować jakikolwiek wpływ prywatyzacji na wskaźniki dotyczące rentowności w badanej grupie przedsiębiorstw. Wyniki te są częściowo spójne z badaniami J. D'Souzy i Megginsona (1999), według których ROS i ROE nieznacznie rosną, ale tylko zmiana w ROS jest istotna statystycznie. Należy też zauważyć, że obie średnie wartości są relatywnie bardzo niskie (w relacji do stopy wolnej od ryzyka i kosztu kapitału), co w świetle koncepcji zysku rezydualnego lub EVA oznacza, że rentowności są *de facto* ujemne.

Tabela 6

Porównanie efektywności operacyjnej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji – wskaźniki ROS i ROE

| Parametr | Średnia B (mediana) | Średnia A (mediana) | Różnica w średniej | P-value | Metoda |
|----------|------------------------|------------------------|-----------------------|---------|--------|
| ROS | 0,0274 (0,0219) | 0,0267 (0,0222) | -0,0007 | 0,9449 | Tt-ps |
| ROE | 0,0489 (0,0559) | 0,0355 (0,0650) | -0,0134 | 0,6932 | Tt-ps |

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 2. Wartości ROS(A) dla grupy spółek w okresie po prywatyzacji

Źródło: opracowanie własne.

4.2. Produktywność zatrudnienia

We wszystkich badaniach dotyczących zmian efektywności operacyjnej przedsiębiorstw podlegających procesowi prywatyzacji zakłada się, że właściciel – podmiot prywatny – zapewni lepszą alokację zasobów danej spółki. Odnosi się to do zasobów ludzkich, kapitałowych oraz aktywów materialnych – środków trwałych. W niniejszej pracy za pomocą dwóch miar (SaPa i APa) podjęto próbę zmierzenia, jak skutecznie zarządy przedsiębiorstw optymalizują zasoby ludzkie w kontekście generowanych przychodów i posiadanych aktywów. SaPa i APa to miary produktywności zatrudnienia, czyli odpowiednio przychody i aktywa generowane przez każdą złotówkę wydaną na wynagrodzenia. W tabeli 7 pokazano, że w tym obszarze, w przypadku obu miar, różnice są statystycznie istotne. Średnia SaPa rośnie z 4,9178 w okresie przed prywatyzacją do 5,5823 w okresie po prywatyzacji, a zmiana jest istotna statystycznie na poziomie (p-value) 0,0127. Dla 61% przedsiębiorstw SaPa się zwiększa (por. rys. 3). Wskaźnik APa rośnie jeszcze bardziej przekonująco z 3,9748 do 5,6242, a zmiana jest także statystycznie istotna na poziomie p-value = 0,0039. Pozytywnej zmianie podlega 68% przedsiębiorstw (por. rys. 4). Prawdopodobnie zarządy przedsiębiorstw w okresie po prywatyzacji radykalnie redukują zatrudnienie (z osobnych obserwacji wynika, że przychody i aktywa maleją lub pozostają stabilne). Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym efekt obserwowany na wskaźnikach SaPa i APa jest fakt znacznie wyższych wynagrodzeń w sektorze publicznym niż prywatnym (por. Antczak 2007). W kontekście ustaleń z podrozdziału 4.1 można zauważyć, że sukcesy zarządów przedsiębiorstw w redukcji poziomu zatrudnienia były wyjątkiem w redukcji ogółu kosztów. Wnioski dotyczące redukcji zatrudnienia są też spójne z obserwacjami M. Antczak (2007), która charakteryzując sektor PP i JSSP wskazuje na niską wydajność pracy (40% poziomu sektora przedsiębiorstw prywatnych) oraz utrzymywanie zatrudnienia na poziomie nieznajdującym

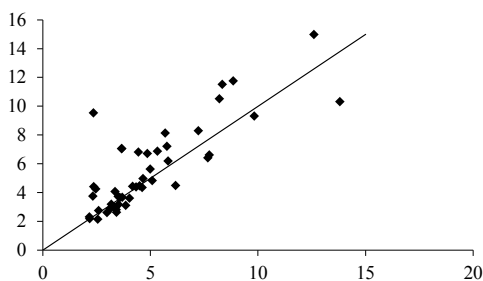
ekonomicznego uzasadnienia. Reasumując, testowane hipotezy (H3 i H4) zostają zweryfikowane pozytywnie.

Tabela 7

Porównanie efektywności operacyjnej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji – wskaźniki SaPa i APa

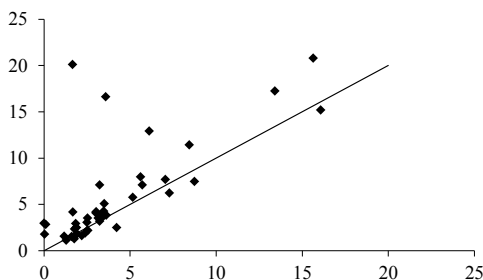
| Parametr | Średnia B (mediana) | Średnia A (mediana) | Różnica w średniej | P-value | Metoda |
|----------|---------------------|---------------------|--------------------|---------|--------|
| SaPa | 4,9178 (4,1059) | 5,5823 (4,4457) | 0,6645 | 0,0127 | Tt-ps |
| APa | 3,9748 (3,0204) | 5,6242 (3,5263) | 1,6494 | 0,0039 | Tt-ps |

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 3. Liczba spółek ze wskaźnikiem SaPa(A) powyżej SaPa(B) (lewa górna połowa)

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Liczba spółek ze wskaźnikiem APa(A) powyżej APa(B) (lewa górna połowa)

Źródło: opracowanie własne.

4.3. Inwestycje kapitałowe

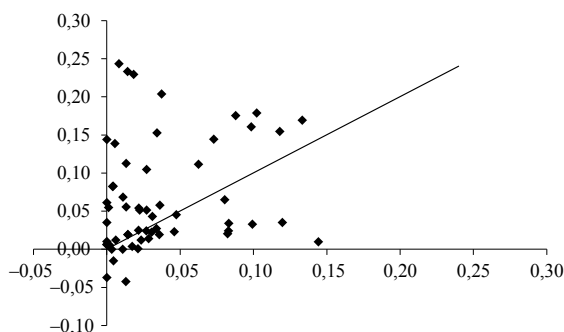
Miarą inwestycji kapitałowych było FAS – inwestycje w rzeczowe środki trwałe w relacji do przychodów. Średnia wartość tego wskaźnika rosła z 3,62% do 6,51% i zmiana ta jest istotna statystycznie na poziomie $p = 0,0034$. W 69% badanych przedsiębiorstwach dokonane inwestycje (w relacji do przychodów) w okresie po prywatyzacji przewyższyły te dokonywane przed prywatyzacją (por. rys. 5). Ponownie można przywołać badania M. Antczak (2007) i obserwacje na temat inwestycji w PP i JSSP: „najwyższy dystans w porównaniu z sektorem prywatnym jest widoczny w inwestycjach na zatrudnionego, które (...) średnio kształtowały się na poziomie ok. 20% poziomu z sektora prywatnego”. W tym kontekście nie dziwi dynamiczny wzrost wskaźnika FAS i istotność zmiany.

Tabela 8

Porównanie efektywności operacyjnej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji – wskaźnik FAS

| Parametr | Średnia B (mediana) | Średnia A (mediana) | Różnica w średniej | P-value | Metoda |
|----------|---------------------|---------------------|--------------------|---------|--------|
| FAS | 0,03616 (0,0221) | 0,06509 (0,0391) | 0,0289 | 0,0034 | Tt-ps |

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 5. Liczba spółek ze wskaźnikiem FAS(A) powyżej FAS(B) (lewa górna połowa)

Źródło: opracowanie własne.

4.4. Stopa reinwestycji

W tym obszarze badano, czy stopa reinwestycji mierzona jako relacja zysków zatrzymanych do zysku netto (PR) zwiększa się po prywatyzacji. Średnia wartość PR rosła z 3,18% do 7,87% i jest istotna statystycznie na poziomie 0,05 (test Kruskal-Wallis). W 74% badanych

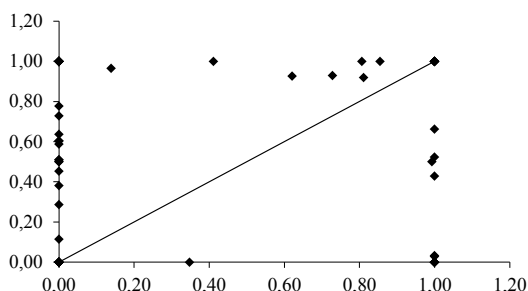
przedsiębiorstw nastąpił wzrost reinwestowanych zysków (por. rys. 6). Wynik może być nieco zaskakujący. W klasycznej pracy J. D'Souzy testowano (skutecznie) przeciwną hipotezę, zakładając, że nastąpi wzrost wypłacanych dywidend (w relacji do przychodów). Wydaje się, że potrzeby budżetowe Skarbu Państwa wymuszały pobieranie dywidend od przedsiębiorstw, natomiast wraz z prywatyzacją i oczywistym niedoinwestowaniem byłych PP i JSSP nowi właściciele często uznawali za konieczne szybkie doinwestowanie nabytych przedsiębiorstw.

Tabela 9

Porównanie efektywności operacyjnej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji – wskaźnik PB

| Parametr | Średnia B (mediana) | Średnia A (mediana) | Różnica w średniej | P-value | Metoda |
|----------|---------------------|---------------------|--------------------|---------|--------|
| PB | 0,0318 (0,0000) | 0,0787 (0,5952) | 0,0469 | 0,05 | KWT |

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 6. Liczba spółek ze wskaźnikiem PB(A) powyżej PB(B) (lewa górna połowa)

Źródło: opracowanie własne.

4.5. Dźwignia finansowa

W literaturze przedmiotu często oczekiwano, że struktura kapitałowa przedsiębiorstw będzie się zmieniała wraz ze zmianą struktury właścicielskiej. M. Omran (2004) wyrażał przekonanie, że przedsiębiorstwo sprywatyzowane straci dostęp do tanich kredytów, a zatem wzrośnie koszt długu, choć z drugiej strony może zyskać szerszy dostęp do rynku kapitałowego. W konsekwencji zwykle testowano następującą hipotezę: stopa długu spada wraz z postępem procesów prywatyzacyjnych. Takie oczekiwanie potwierdzały np. wyniki badań J.D'Souzy (1999), według których stopa zadłużenia spada z 8% do 6%. Z naszych obserwacji (m.in. w roli doradcy prywatyzacyjnego MSP) wynika, że zarządy przedsiębiorstw państwowych oraz JSSP są bardzo konserwatywne w kwestii struktury kapitałowej

i zasilania spółek kapitałem obcym. Stąd oczekiwanie wzrostu zadłużenia mierzonego poprzez relację z aktywami (DA) oraz EBITDA (DEB) i testowanie odpowiednio hipotez H5 i H6. Średnia wartość wskaźnika DA rośnie z 5,76% do 7,26%, a wskaźnika DEB z 40,14% do 64,27%, ale różnice nie okazują się istotne statystycznie. P-values to odpowiednio 0,23 i 0,14. Zatem obie hipotezy zostają zweryfikowane negatywnie. Powodem sporej zmienności stopy zadłużenia (ten czynnik głównie rzutuje na brak statystycznej istotności różnic) może być kryzys finansowy mocno determinujący dostępność kapitału w latach 2008–2011.

Tabela 10

Porównanie efektywności operacyjnej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji – wskaźniki DA i DEB

| Parametr | Średnia B (mediana) | Średnia A (mediana) | Różnica w średniej | P-value | Metoda |
|----------|------------------------|------------------------|-----------------------|---------|--------|
| DA | 0,0576 (0,0044) | 0,0726 (0,0355) | 0,0150 | 0,232 | KWT |
| DEB | 0,4014 (0,0000) | 0,6427 (0,0468) | 0,2413 | 0,1401 | Tt-ps |

Źródło: opracowanie własne.

Uwagi końcowe

W pracy dokonano porównania efektywności operacyjnej 59 przedsiębiorstw sprywatyzowanych w Polsce w okresie 2008–2011. Dane do testów pochodzą z okresu 3 lat przed prywatyzacją (okres B, przed prywatyzacją –3 do –1) i 3 lat po prywatyzacji (okres A, po prywatyzacji +1 do +3). Analiza (okres przed i po prywatyzacji) dotyczy tej samej grupy przedsiębiorstw. Analizy zostały dokonane w oparciu o dane pobrane bezpośrednio ze sprawozdań finansowych spółek. Nie pracowano w oparciu o meta dane, lub dane zagregowane pobrane od instytucji typu GUS. Wszystkie miary są wskaźnikami, a więc są porównywalne i nie wymagają sprowadzania do wartości realnych, indeksacji etc. Podstawą analiz są wartości średnich i median z okresów A i B, które następnie poddane są testom dla wykazania, czy różnice w wartościach średnich są istotne statystycznie.

W badaniach posługiwano się 8 miarami (wskaźnikami) należącym do 5 obszarów. Wyniki nie są jednoznaczne: 4 hipotezy zostały zweryfikowane pozytywnie, ale pozostałe 4 negatywnie. Nie można zatem powtórzyć za J. D’Souzą (1999), że „prywatyzacja działa” (*privatization works, and it works in almost every institutional setting examined*).

Należy jednak podkreślić, że testowane hipotezy i otrzymane wyniki tworzą spójną narrację na temat prywatyzacji w Polsce. Same wyniki zostały zdeterminowane dwiema okolicznościami:

1. Badany okres przypada na tzw. kryzys finansowy na świecie (upadek Lehman Brothers w roku 2008), który miał także wpływ na Polskę.

2. Analizowany okres po prywatyzacji był relatywnie krótki (3 lata) i nie wszystkie działania nowych właścicieli i zarządów znalazły jeszcze odzwierciedlenie w sprawozdaniach finansowych spółek. Te same badania powtórzone na identycznej próbie za 3 lata powinny przynieść bardziej miarodajne wyniki.

Między innymi z tych właśnie powodów rentowności badanych przedsiębiorstw mierzone w okresie 3 lat przed prywatyzacją i 3 lat po prywatyzacji nie zmieniły się istotnie. Natomiast zauważalne są działania nowych właścicieli polegające na stopniowej redukcji kosztów. Działania te rozpoczęły się od redukcji zatrudnienia – istotnie wzrosły wskaźniki SaPa i APa. Zarządy powstrzymują procesy dezinwestycyjne – istotnie rośnie wskaźnik FAS. Przedsiębiorstwa zwiększyły także istotnie stopy reinwestycji – w 74% spółek rośnie wskaźnik PB. Inwestycje odbywają się dzięki rosnącemu finansowaniu zewnętrznemu – zmienia się struktura kapitałowa spółek, rosną średnie stopy zadłużenia, choć zmiany te nie okazują się statystycznie istotne. Reasumując, prawdopodobne jest, że prywatyzacja wkrótce zacznie „działać”. Podjęte przez sprywatyzowane spółki działania zmierzają we właściwym kierunku: redukcja zatrudnienia, zwiększone inwestycje, zmiana struktury kapitałowej. Niemniej, trwający kryzys finansowy nie pozwolił jeszcze sprywatyzowanym przedsiębiorstwom na zwiększenie przychodów i podwyższenie rentowności.

Literatura

- Antczak M. (2007), *Kondycja finansowa przedsiębiorstw sektora publicznego w Polsce z perspektywy całej gospodarki i badań empirycznych*, w: *Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)*, red. E. Balcerowicz, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Aussenegg W., Jelic R., Briston R. (2003), *The Choice of Privatization Method and the Financial Performance of Newly Privatized Companies in Transition Economies*, „Journal of Business Finance and Accounting” vol. 30, no. 7 & 8, s. 905–940.
- Błaszczuk B. (2007), *Sektor publiczny w Polsce i na świecie a polityka prywatyzacji*, w: *Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)*, red. E. Balcerowicz, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Błaszczuk B., Kozarzewski P. (2007), *Zmiany w polskich przedsiębiorstwach. Własność, restrukturyzacja, efektywność* (Report no. 70), Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Boubakri N., Cosset J.C. (1998), *The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms; Evidence from Developing Countries*, „Journal of Finance” vol. 53, no. 3, s. 1081–1110.
- Brigham E.F., Gapensky L.C., Ehrhardt M.C. (2000), *Financial Management*, The Dryden Press.
- Castro J., Uhlenbruck K. (1997), *Characteristics of Privatization: Evidence from Developed, Less Developed, and Former Communist Countries*, „Journal of International Business Studies” vol. 28, s. 123–143.
- D’Souza J., Megginson W.L. (1999), *Financial and Operating Performance of Privatized Firms During the 1090s*, „Journal of Finance” vol. 54, s. 1397–1424.
- Huang Z., Wang K. (2010), *Ultimate Privatization and Change in Firm Performance: Evidence from China*, „China Economic Review” vol. 22, s. 121–132.
- Kozarzewski P., Bałtowski M. (2014), *Zmiana własnościowa polskiej gospodarki 1989–2013*, PWE, Warszawa.
- Mainoma M., Tanko M. (2005), *Sources of Performance Improvement for Privatized Firms in Nigeria*, www.ssrn.com/id951393 (19.05.2014).
- Mathur I., Banchuenvijit W. (2007), *Post-Privatization Organization Ownership Structure and Performance: The Effects of Privatization on the Performance of Newly Privatized Firms in Emerging Markets*, „Emerging Markets Review” vol. 8, s. 134–146.
- Megginson W.L., Netter J.M. (2001), *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, „Journal of Economic Literature” vol. 39, s. 321–389.

- Megginson W.L., Nash R., Randenborgh M. (1992), *Efficiency Gains from Privatization: An International Empirical Analysis*, Terry College of Business, University of Georgia.
- Omran M. (2004), *The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?*, „World Development” vol. 32, no. 6, s. 1019–1041.
- Patena W. (2014), *Analysis of the Privatization Process in Poland in the Years 2008–2011 – Outcomes and Prospects*, „eFinanse” vol. 10 (2), s. 57–70.
- Plan prywatyzacji na lata 2008–2011* (2009), <http://prywatyzacja.msp.gov.pl/pr/plan-prywatyzacji/plan-prywatyzacji-na-l-1/4047> (15.07.2014).
- Plan prywatyzacji na lata 2011–2013* (2012), <http://prywatyzacja.msp.gov.pl/pr/plan-prywatyzacji/plan-prywatyzacji-na-l/20796.Plan-prywatyzacji-na-lata-2012-2013.html> (15.07.2014).
- Salejko-Szyszcak I. (2012), *Ewolucja barier prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w Polsce*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 246, s. 413–422.
- Sprawozdanie o stanie mienia Skarbu Państwa* (2012), Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa.
- Tatahi M., Heshmati A. (2009), *The Financial and Operating Performance of Privatized Firms in Sweden*, IZA Discussion Paper, no. 3953, www.ssrn.com (9.07.2014).
- Torero M. (2002), *Peruvian Privatization: Impacts on Firm Performance*, www.ssrn.com (17.05.2014).
- Truong D.L., Lanjouw G., Lensink R. (2006), *The Impact of Privatization on Firm Performance in a Transition Economy – The Case of Vietnam*, „Economics of Transition” vol. 14, no 2, s. 349–389.
- Vo T.Q., Swierczek F.W., Nguyen D.K. (2013), *Corporate Performance of Privatized Firms in Vietnam*, „The Journal of Applied Business Research” vol. 29, no. 5, s. 1437–1450.

POST-PRIVATIZATION CORPORATE PERFORMANCE IN POLAND IN 2008–2011

Abstract: The purpose of the paper is to compare the pre- and post-privatization performance of 61 privatized Polish firms. This is measured via 8 ratios in 5 areas: profitability, operating performance, CAPEX investments, reinvestment, leverage. The analyses show that, contrary to the hypothesis, privatized firms do not exhibit any improvement in the performance changes relative to the period before privatization. However, other ratios are significantly improved: operating efficiency is higher (measured as revenues versus payroll), companies start investing into CAPEX, plow-back ration is improved and capital structure is changed. This shows that privatization may work, although the financial crisis that started in 2008 did not help the companies increase profitability yet. A study over a longer period after privatization is needed in order to reveal fully results of privatization.

Keywords: privatization, companies’ performance, microeconomic privatization goals, financial analysis

Cytowanie

- Patena W. (2015), *Efektywność operacyjna przedsiębiorstw prywatyzowanych w Polsce w latach 2008–2011*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 201–217; www.wneiz.pl/firfu.

