



Agnieszka Matuszewska-Pierzynka

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny,

Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, a.mpierzynka@gmail.com

Koncentracja własności a rentowność majątku w spółkach pracowniczych

Streszczenie: Zasadniczym celem artykułu jest zweryfikowanie hipotezy badawczej, stanowiącej, iż w większości spółek pracowniczych wzrostowi stopnia koncentracji własności towarzyszy spadek poziomu rentowności majątku. Badania empiryczne zostały przeprowadzone wśród 15 spółek pracowniczych z województwa mazowieckiego, które zawarły umowę o oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania w latach 2000–2004, w oparciu o dane z Krajowego Rejestru Sądowego. Uzyskane wyniki wskazują, iż w badanych spółkach pracowniczych między koncentracją własności a rentownością majątku występowała zarówno dodatnia, jak i ujemna zależność korelacyjna.

Słowa kluczowe: przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych, prywatyzacja bezpośrednia, oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania, koncentracja własności, rentowność aktywów

JEL: D22, G32, L33

1. Wprowadzenie

Spółki pracownicze są spółkami kapitałowymi utworzonymi przez pracowników przedsiębiorstw państwowych prywatyzowanych metodą bezpośrednią w celu przejęcia ich majątku w odpłatne użytkowanie (por. Baehr, 1993: 52; Górka, 1991: 91; Jawłowski, 2001: 55; Kozarzewski, 1998: 25–26; Zwierzyńska-Bubało, 1998: 195; Nadratowska, 1990: 54; Surdykowska, 1996: 128; Włodyka, 1996: 657). Pracowniczy charakter tego typu spółek wynika z konieczności spełnienia przez nie ustawowych warunków dotyczących własności (por. Błaszczyk, 2002: 193). Oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania może bowiem nastąpić na rzecz spółki, jeżeli (zob. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji, 1996: art. 51 ust. 1 pkt. 1, 2, 4, ust. 2):

- 1) do spółki przystąpiła ponad połowa ogólnej liczby pracowników przedsiębiorstwa państwowego;
- 2) akcjonariuszami spółki są wyłącznie osoby fizyczne, chyba że minister właściwy do spraw Skarbu Państwa zezwolił na uczestnictwo w spółce osobom prawnym;
- 3) co najmniej 20% akcji zostało objętych przez osoby niezatrudnione w prywatyzowanym przedsiębiorstwie państwowym, przy czym minister właściwy do spraw Skarbu Państwa może wyrazić zgodę na jego przekazanie w odpłatne użytkowanie spółce, która nie spełnia tego warunku.

Konieczność spełnienia tych warunków, przy niewielkim zainteresowaniu inwestorów zewnętrznych przystąpieniem do spółki z kapitałowym udziałem pracowników, wynikającym z obaw przed potencjalnymi konfliktami między różnymi grupami interesariuszy (por. Goszka, 2001: 55; Krajewski, 2001: 93–103), sprawia, iż własność w spółkach powstałych w celu przejęcia przedsiębiorstw państwowych w odpłatne użytkowanie jest rozproszona głównie wśród ich pracowników. Jednakże, na skutek zbywania udziałów należących do szeregowych pracowników na rzecz menedżerów, początkowo rozproszona wśród pracowników przedsiębiorstw państwowych oddanych do odpłatnego korzystania własność ulega stopniowej koncentracji w rękach kierowniczych elit (zob. Błaszczyk, Woodward, 2001: 17).

Powodem zbywania udziałów przez szeregowych pracowników jest brak wypłaty dywidendy z wygenerowanego przez spółkę pracowniczą zysku netto, który wynika z potrzeby jego zatrzymania na cele inwestycyjne (por. Kozarzewski, Woodward, 2001: 22; Matuszewska-Pierzynka, 2015b: 103). Spółki pracownicze zobowiązane są bowiem nie tylko do spłacania rat kapitałowych, odzwierciedlających wartość przedsiębiorstwa państwowego oddanego do odpłatnego korzystania, i opłat dodatkowych, stanowiących odsetki od niespłaconej jego części (zob. Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie szczegółowych zasad ustalania należności..., 1997: §3), ale również do ponoszenia w wyznaczonym okresie

ustalonych co do wielkości nakładów inwestycyjnych na majątek trwały. Nadmierne obciążenie spółek pracowniczych zobowiązaniem wobec Skarbu Państwa (zob. Karpińska-Mizielińska, Smuga, 1997: 117–118), brak prawa własności przedsiębiorstwa państwowego oddanego do odpłatnego korzystania w okresie obowiązywania umowy z nim zawartej i niewielka wartość kapitału zakładowego, która ze względu na małe zasoby finansowe pracowników prywatyzowanych podmiotów (por. Bojar, Sosińska-Wit, 1999: 426) może stanowić zaledwie 20% funduszy przedsiębiorstwa państwowego (zob. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji, 1996: art. 51 ust. 1 pkt 3), obniżają ich zdolność kredytową i tym samym uniemożliwiają pozyskanie środków finansowych z kredytu bankowego na realizację zobowiązań inwestycyjnych (por. Bukowska-Piestrzyńska, 2002: 44; Jarosz, Kozak, 1995: 118–125; Matuszewska-Pierzynka, 2015a: 388–389). Stąd też w związku z zatrzymaniem zysku netto na cele inwestycyjne pracownicy właściciele, dążąc do maksymalizacji łącznych dochodów bieżących (por. Faleye, Mehrotra, Morck, 2005: 3; Harbaugh, 2005: 566), na które składają się przede wszystkim wynagrodzenia za świadczoną pracę i dywidendy wypłacane z zysku netto wygenerowanego w spółce pracowniczej proporcjonalnie do posiadanego udziału kapitałowego, mogą wywierać presję na wzrost wynagrodzeń.

Zasadniczym celem artykułu¹ jest zidentyfikowanie związku między koncentracją własności a rentownością majątku w spółkach pracowniczych. Dla realizacji wyznaczonego celu opracowano sformułowaną hipotezę badawczą, stanowiącą, iż w większości spółek pracowniczych wzrostowi stopnia koncentracji własności towarzyszy spadek poziomu rentowności majątku. Weryfikacja postawionej hipotezy badawczej została przeprowadzona wśród piętnastu spółek pracowniczych z województwa mazowieckiego, które zawarły umowę o oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania w latach 2000–2004. Analiza stopnia koncentracji własności i poziomu rentowności majątku w badanych spółkach pracowniczych została dokonana w oparciu o samodzielnie zebrane i przetworzone dane pochodzące z Krajowego Rejestru Sądowego. Identyfikując związek między koncentracją własności i rentownością majątku w spółkach pracowniczych, wykorzystano współczynnik korelacji rang Spearmana.

2. Metodyka przeprowadzonych badań empirycznych

Badania empiryczne nad związkiem koncentracji własności z rentownością majątku w spółkach pracowniczych zostały przeprowadzone wśród jednostek gospodarczych, które w latach 2000–2004 zawarły umowę o oddanie przedsiębiorstwa

¹ Niniejszy artykuł należy traktować jako próbę kontynuacji badań empirycznych nad wpływem zmian własnościowych w spółkach pracowniczych na ich sytuację ekonomiczno-finansową.

państwowego do odpłatnego korzystania, będącą podstawą jego wykreślenia z rejestru przedsiębiorców (zob. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji, 1996: art. 43 ust. 2). Przyjęcie takiego okresu dla zawieranych ze Skarbem Państwa umów wynikało z następujących przesłanek:

- 1) większość dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych dotyczących szeroko rozumianej problematyki funkcjonowania i rozwoju spółek pracowniczych obejmowała okres do 2000 roku (zob. Bojar, Sosińska-Wit, Żminda, 2003; Wrońska, 2004);
- 2) 22 grudnia 2004 roku weszły w życie nowe przepisy prawa odnoszące się do sposobu spłaty i oprocentowania zobowiązania za korzystanie z przedsiębiorstwa państwowego, które w istotnym stopniu zmieniły warunki działania spółek pracowniczych (zob. Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie warunków spłaty należności..., 2004);
- 3) powstała możliwość przeprowadzenia badań empirycznych nad związkiem koncentracji własności z rentownością majątku w poszczególnych spółkach pracowniczych w okresie kolejnych 10 lat następujących po roku zawarcia umowy ze Skarbem Państwa, tj. roku prywatyzacji ($t = 0$).

Badania empiryczne zostały przeprowadzone wśród spółek pracowniczych z województwa mazowieckiego, ponieważ na jego terenie we wskazanym okresie dla zawierania umów ze Skarbem Państwa powstało najwięcej tego typu jednostek gospodarczych (por. *Prywatyzacja...*, 2000: 48; *Prywatyzacja...*, 2005: 39). Z danych Ministerstwa Skarbu Państwa wynika, iż w latach 2000–2004 w województwie mazowieckim zostały zawarte 24 umowy o oddanie przedsiębiorstwa państwowego do odpłatnego korzystania. Z 24 spółek pracowniczych wstępnie zakwalifikowanych do próby badawczej wyłączono te jednostki gospodarcze, które działały w formie innej niż spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub w trakcie dziesięcioletniego okresu badawczego zostały poddane przekształceniom prawno-organizacyjnym czy też postawione w stan likwidacji/upadłości. Ostatecznie do próby badawczej zakwalifikowano 15 spółek pracowniczych.

Oceniając stopień koncentracji własności w spółkach pracowniczych, wykorzystano wskaźnik Herfindahla-Hirschmana (HHI), obliczany jako suma kwadratów udziałów wszystkich znaczących udziałowców, tzn. udziałowców posiadających co najmniej pięcioprocentowy udział w kapitale zakładowym spółki (zob. Sosnowski, 2015: 351; Fazlzadeh, Hendi, Mahboubi, 2011: 254). Indeks ten przyjmuje wartości z przedziału od 0 do 1, przy czym wyższe jego wartości świadczą o większym stopniu koncentracji własności. Mierząc natomiast poziom rentowności majątku w spółkach pracowniczych, posłużono się relacją zysku netto do średniego stanu aktywów całkowitych (por. Sierpińska, 2005: 201; Sajnog, 2015a: 69–70; Sajnog, 2015b: 506–508). W szczegółowej analizie kształtowania się obu zmiennych wśród badanych spółek pracowniczych sporządzono ich statystykę opisową.

W celu identyfikacji zależności między koncentracją własności a rentownością majątku w spółkach pracowniczych oraz oceny jej kierunku i siły zastosowano współczynnik korelacji rang Spearmana². Współczynnik ten przyjmuje wartości z przedziału od -1 do 1 , z tym że jego wartość równa 0 świadczy o braku korelacji między badanymi cechami, a równa -1 lub 1 o występowaniu odpowiednio pełnej niezgodności (zależność ujemna) lub pełnej zgodności (zależność dodatnia) rang badanych cech (zob. Sobczyk, 2010: 117). Dla scharakteryzowania siły zależności między badanymi cechami określono konkretne przedziały wartości współczynnika korelacji rang Spearmana (zob. tab. 1).

Tabela 1. Klasyfikacja wartości współczynnika korelacji rang Spearmana według siły związku korelacyjnego

Wartość współczynnika korelacji rang Spearmana	Siła związku korelacyjnego
$(0 - \pm 0,2 >$	bardzo słaba
$(\pm 0,2 - \pm 0,4 >$	słaba
$(\pm 0,4 - \pm 0,6 >$	umiarkowana
$(\pm 0,6 - \pm 0,8 >$	silna
$(\pm 0,8 - \pm 1,0 >$	bardzo silna

Źródło: Sobczyk, 2010: 111, 118

Przy ocenie istotności statystycznej współczynnika korelacji rang Spearmana posłużono się krytycznym poziomem istotności *p-value*, który należy interpretować jako najniższy poziom istotności statystycznej α pozwalający odrzucić hipotezę zerową, stanowiącą, iż współczynnik korelacji rang Spearmana jest równy zero, na korzyść hipotezy alternatywnej (zob. Józwiak, Podgórski, 2009: 242–245).

3. Ocena stopnia koncentracji własności i poziomu rentowności majątku w spółkach pracowniczych

Odsetek pracowników prywatyzowanego przedsiębiorstwa państwowego przystępujących do spółki powstałej w celu przejęcia jego majątku w odpłatne użytkowanie w przypadku każdej spółki pracowniczej zakwalifikowanej do próby badawczej, poza dwiema (Tarczyn i Zakład Transportu Energetyki „ZTiSZE”),

² W badaniach empirycznych nad kierunkiem i siłą zależności między cechami mierzalnymi, gdy liczba ich wariantów jest niewielka, a rozkłady nie są normalne, bardziej odpowiednim miernikiem od najczęściej stosowanego współczynnika korelacji liniowej Pearsona jest współczynnik korelacji rang Spearmana.

przekraczał 70%, co świadczy o ich znaczącym zainteresowaniu realizowaną ścieżką prywatyzacji bezpośredniej. Wspólnikami w Przedsiębiorstwie Robót Drogowych w Zwoleniu stali się natomiast wszyscy pracownicy przedsiębiorstwa państwowego przekazywanego do odpłatnego korzystania.

We wszystkich badanych spółkach pracowniczych, oprócz dwóch (Przedsiębiorstwo Komunikacji Samochodowej w Grójcu i Zakład Transportu Energetyki „ZTiSZE”), wspólnikami były wyłącznie osoby fizyczne. W Przedsiębiorstwie Komunikacji Samochodowej w Grójcu udziałowcami byli: Starostwo Powiatowe w Grójcu i Białobrzegu oraz Gmina Tarczyn – objęli oni łącznie 37,62% kapitału zakładowego spółki. W Zakładzie Transportu Energetyki „ZTiSZE” wspólnikiem stał się główny odbiorca jego usług transportowo-sprzętowych (STOEN SA), którego udział w kapitale zakładowym spółki wynosił 22%.

W dwóch spółkach pracowniczych (Wyszkowskie Centrum Materiałów Budowlanych i Tarczyn) udział inwestorów zewnętrznych przekraczał 70%. W sześciu spółkach pracowniczych udział inwestorów zewnętrznych w kapitale zakładowym był bliski 20%, a w trzech (Przedsiębiorstwo Robót Drogowych w Zwoleniu, Biuro Studiów i Projektów Budownictwa Ministerstwa Spraw Wewnętrznych i Przedsiębiorstwo Komunikacji Samochodowej w Grodzisku Mazowieckim) był równy 0%.

Wartość średnia stopnia koncentracji własności w spółkach pracowniczych zakwalifikowanych do próby badawczej, systematycznie wzrastając, zawiera się w przedziale od 0,16 w okresie $t = 1$ do 0,36 w okresie $t = 10$. Zróżnicowanie stopnia koncentracji własności w kolejnych dziesięciu latach następujących po roku prywatyzacji zwiększało się. Najniższy stopień koncentracji własności – wynoszący 0,00 – występował przez 10 lat w Przedsiębiorstwie Robót Drogowych w Zwoleniu, w którym największy, lecz nieprzekraczający 5% udział pojedynczego wspólnika w kapitale zakładowym posiadało ponad siedemdziesięciu wspólników. Najwyższy stopień koncentracji własności – równy 1,00 – zaobserwowano w dwóch spółkach pracowniczych (Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjno-Drogowych i Tarczyn) (zob. tab. 2).

W Przedsiębiorstwie Robót Inżynieryjno-Drogowych wzrost stopnia koncentracji własności w roku $t = 8$ wynikał z przystąpienia do spółki przedsiębiorstwa ELMO SA, które w ostatnim roku przyjętego okresu badawczego stało się jednym wspólnikiem. W spółce Tarczyn w roku $t = 5$ udziały w podwyższonym kapitale zakładowym objęła spółka jawna JUWENT, która w roku $t = 7$ zbyła udziały na rzecz jednego z jej wspólników. Ponadto w roku $t = 7$ w podwyższonym kapitale zakładowym spółki³ udziały objęli jej dotychczasowi udziałowcy, będący jednocześnie krewnymi tego wspólnika, w wyniku czego wszystkie udziały zostały skupione w rękach rodziny. W dziesiątym okresie następującym po roku prywatyzacji rodzina zbyła wszystkie udziały na rzecz osoby fizycznej.

³ Podwyższenia kapitału zakładowego dokonało sześć spółek pracowniczych, przy czym trzy (Wyszkowskie Centrum Materiałów Budowlanych, Przedsiębiorstwo Komunikacji Samochodowej w Grodzisku Mazowieckim i Tarczyn) dokonały tego kilkakrotnie w przyjęty okresie badawczym.

Tabela 2. Koncentracja własności w spółkach pracowniczych po roku prywatyzacji ($t = 0$)

Spółka pracownicza	Okres po roku prywatyzacji									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
PRD sp. z o.o. w Przysusze	0,1588	0,5590	0,5629	0,5629	0,5186	0,5186	0,5186	0,5186	0,5186	0,5186
PRD sp. z o.o. w Zwoleniu	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
PRD sp. z o.o. w Grójcu	0,0588	0,0588	0,0588	0,0588	0,0588	0,0588	0,0561	0,9948	0,9948	1,0000
WCMB sp. z o.o.	0,7038	0,7038	0,7038	0,5826	0,5826	0,5890	0,5955	0,5955	0,5955	0,5955
PKS sp. z o.o. w Grójcu	0,0802	0,0802	0,0802	0,0862	0,0879	0,0917	0,0917	0,0928	0,0959	0,1000
PRD-M sp. z o.o. w Płońsku	0,0417	0,0417	0,0452	0,0452	0,0452	0,0452	0,0452	0,0452	0,0452	0,0452
ZTE RADOM sp. z o.o.	0,0875	0,1032	0,1200	0,1591	0,1591	0,1865	0,1898	0,1898	0,1936	0,1936
BSiPB MSW sp. z o.o. w Warszawie	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688	0,5688
PKS sp. z o.o. w Grodzisku Maz.	0,0227	0,0428	0,0494	0,0494	0,0494	0,0580	0,0626	0,0815	0,0993	0,1016
Tarczyn sp. z o.o.	0,0647	0,0635	0,0635	0,4428	0,5022	0,5073	0,4856	0,5005	0,4463	1,0000
Ostrada sp. z o.o. w Ostrołęce	0,0832	0,0794	0,1006	0,1960	0,2061	0,2188	0,2749	0,2775	0,3149	0,3149
Elmet sp. z o.o. w Warszawie	0,1265	0,1265	0,1316	0,1779	0,1796	0,1796	0,1796	0,1796	0,1796	0,1796
ZTiSZE sp. z o.o. w Warszawie	0,0688	0,0727	0,0603	0,0779	0,0779	0,0546	0,0853	0,1271	0,1343	0,1356
Geokart sp. z o.o. w Warszawie	0,1046	0,1052	0,0923	0,0900	0,0900	0,0931	0,0931	0,0931	0,0931	0,1054
Pol sport sp. z o.o. w Górze Kalwarii	0,2668	0,2035	0,3390	0,4114	0,4744	0,5113	0,5479	0,5559	0,5559	0,5559
Liczba podmiotów	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Srednia arytmetyczna	0,1625	0,1873	0,1984	0,2339	0,2400	0,2454	0,2530	0,3214	0,3224	0,3610
Odcylenie standardowe	0,2039	0,2258	0,2287	0,2154	0,2195	0,2234	0,2237	0,2847	0,2807	0,3298
Minimum	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Maksimum	0,7038	0,7038	0,7038	0,5826	0,5826	0,5890	0,5955	0,9948	0,9948	1,0000
Kwartyl 1	0,0617	0,0611	0,0595	0,0683	0,0683	0,0584	0,0740	0,0930	0,0976	0,1035
Mediana	0,0832	0,0802	0,0923	0,1591	0,1591	0,1796	0,1796	0,1898	0,1936	0,1936
Kwartyl 3	0,1426	0,1650	0,2353	0,4271	0,4883	0,5093	0,5021	0,5372	0,5372	0,5624

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Krajowego Rejestru Sądowego

Stopień koncentracji własności w spółkach pracowniczych powstałych przy udziale inwestorów instytucjonalnych był mniejszy od wartości średniej. W Zakładzie Transportu Energetyki „ZTiSZE” spadek stopnia koncentracji własności w roku $t = 6$ spowodowany był wycofaniem się ze spółki przedsiębiorstwa STOEN SA⁴, którego udziały zostały umorzone z czystego zysku (zob. Pieloch, 2010: 88–89). Stały stopień koncentracji własności, większy od 0, występował w Biurze Studiów i Projektów Budownictwa Ministerstwa Spraw Wewnętrznych. W Wyszowskim Centrum Materiałów Budowlanych stopień koncentracji własności w roku $t = 10$ był mniejszy niż w roku $t = 1$, ale w okresie $t = 7$ udziałowcem spółki stał się CYNKOMET sp. z o.o.

Wartość średnia poziomu rentowności majątku w spółkach pracowniczych zakwalifikowanych do próby badawczej mieściła się w przedziale od 4,53% w okresie $t = 1$ do –4,44% w okresie $t = 10$, ulegając okresowym fluktuacjom. Największe zróżnicowanie poziomu rentowności majątku pojawiło się w czwartym okresie następującym po roku prywatyzacji, w którym wartość średniej arytmetycznej była najwyższa.

Wzrost rentowności majątku w tym roku mógł być wynikiem uzyskania przez większość spółek pracowniczych prawa własności przedsiębiorstwa państwowego (zob. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji, 1996: art. 52 ust. 3), które skutkuje obniżeniem stopy oprocentowania niespłaconej części zobowiązania za korzystanie z jego majątku (zob. Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie szczegółowych zasad ustalania należności..., 1997: §8 ust. 1; Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji, 1996: art. 52 ust. 4). Dodatkowo po upływie pierwszych ośmiu kwartałów obowiązywania umowy zawartej ze Skarbem Państwa większość spółek pracowniczych została zwolniona z długu z tytułu czasowego odroczenia płatności części opłat dodatkowych (zob. Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie szczegółowych zasad ustalania należności..., 1997: §5 ust. 2, 3, 4, 5) oraz zrealizowała całość obowiązkowych nakładów inwestycyjnych i zakończyła okres objęty gwarancjami zatrudnienia.

⁴ W czterech spółkach pracowniczych (Przedsiębiorstwo Robót Drogowych w Zwoleniu, Przedsiębiorstwo Robót Drogowo-Mostowych, Zakład Transportu Energetyki Radom i Przedsiębiorstwo Komunikacji Samochodowej w Grodzisku Mazowieckim) stopień koncentracji własności był obliczany na podstawie udziału znaczącego współnika w nominalnym kapitale zakładowym spółki, który po umorzeniu z czystego zysku części udziałów nie został podwyższony do jego wartości księgowej. W Zakładzie Transportu Energetyki „ZTiSZE” nominalny kapitał zakładowy, po umorzeniu udziałów należących do przedsiębiorstwa STOEN SA, został podwyższony do jego wartości księgowej.

Tabela 3. Rentowność⁵ majątku w spółkach pracowniczych po roku prywatyzacji (t = 0) [%]

Spółka pracownicza	Okres po roku prywatyzacji									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
PRD sp. z o.o. w Przysusze	-2,9516	4,0010	46,3005	73,2677	9,9713	29,5278	27,9446	5,3808	8,4216	8,0923
PRD sp. z o.o. w Zwoleniu	14,7631	12,8610	7,6447	31,8511	17,9645	20,7142	1,8450	10,9802	31,5171	0,9965
PRI-D sp. z o.o. w Grójcu	0,4726	1,1784	1,9593	2,8662	2,9917	1,7998	13,7834	15,8749	11,8268	1,0909
WCMB sp. z o.o.	-15,3070	-11,8395	-8,8812	-4,3120	12,1496	-2,1956	21,8491	2,6463	-7,3706	0,1685
PKS sp. z o.o. w Grójcu	5,1442	4,5691	3,1292	0,4057	1,2781	0,9445	1,5413	0,5632	-13,6564	0,1083
PRD-M sp. z o.o. w Płońsku	5,9791	13,0913	18,3240	20,0413	20,0912	27,1643	2,8085	0,4641	-18,7816	-13,9326
ZTE RADOM sp. z o.o.	7,6384	8,4212	13,1335	5,1163	2,2968	0,8246	-14,7283	-7,9051	0,1637	2,5003
BSiPB MSW sp. z o.o. w Warszawie	1,0685	-24,5590	-27,0546	-103,0627	-60,7356	-61,6922	-0,9081	-1,9123	-38,0520	-86,9174
PKS sp. z o.o. w Grodzisku Maz.	15,4575	11,1964	7,2006	0,6179	0,7676	4,6295	2,4973	4,3785	1,9557	0,0294
Tarczyn sp. z o.o.	0,3434	0,5083	1,8648	0,1614	0,8934	-8,7265	-22,6449	-26,5196	-12,7279	-14,4079
Ostrada sp. z o.o. w Ostrołęce	3,0971	0,8122	21,0010	19,0738	3,1372	1,3949	3,9106	15,0580	7,8599	-2,1984
Elmet sp. z o.o. w Warszawie	10,9238	-1,9613	-12,4312	5,5204	7,7451	10,2136	11,0258	10,2285	11,5948	15,9480
ZTiSE sp. z o.o. w Warszawie	6,4946	18,1199	2,6782	43,7919	8,6956	6,8252	2,3246	1,9871	3,2979	0,4317
Geokart sp. z o.o. w Warszawie	3,9732	6,7883	3,1619	4,2862	0,7005	1,5280	2,0848	2,6313	0,1608	0,1634
PolSPORT sp. z o.o. w Górze Kalwarii	5,6696	14,2103	13,9535	7,3535	6,3762	10,7221	7,9711	6,4047	2,5365	21,3955
Liczba podmiotów	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Srednia arytmetyczna	4,1844	3,8265	6,1323	7,1319	2,2882	2,9116	4,0870	2,6840	-0,7503	-4,4354
Odchylenie standardowe	7,4562	10,9418	16,5478	36,9181	18,4923	20,8652	12,4163	10,2570	16,0726	24,5711
Minimum	-15,3070	-24,5590	-27,0546	-103,0627	-60,7356	-61,6922	-22,6449	-26,5196	-38,0520	-86,9174
Maksimum	15,4575	18,1199	46,3005	73,2677	20,0912	29,5278	27,9446	15,8749	31,5171	21,3955
Kwartyl I	0,7706	0,6603	1,9121	0,5118	1,0857	0,8845	1,6932	0,5136	-10,0492	-1,0845
Mediana	5,1442	4,5691	3,1619	5,1163	3,1372	1,7998	2,4973	2,6463	1,9557	0,1685
Kwartyl 3	7,0665	12,0287	13,5435	19,5575	9,3334	10,4679	9,4984	8,3166	8,1408	1,7956

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Krajowego Rejestru Sądowego

⁵ Ujemne wskaźniki rentowności majątku traktowane są jako wskaźniki deficytowych (Sajnog, 2013: 272).

Najniższy poziom rentowności majątku, równy $-103,06\%$, wystąpił w roku $t = 4$ w Biurze Studiów i Projektów Budownictwa Ministerstwa Spraw Wewnętrznych, które w każdym roku przyjętego okresu badawczego generowało stratę netto. Najwyższy poziom rentowności – wynoszący $73,27\%$ – wystąpił w Przedsiębiorstwie Robót Drogowych w Przysusze w roku $t = 4$ (zob. tab. 3).

4. Zależność między koncentracją własności i rentownością majątku w spółkach pracowniczych

Na etapie identyfikacji zależności między koncentracją własności i rentownością majątku ze względu na niezmiennosc stopnia koncentracji własności z próby badawczej wykluczono dwie spółki pracownicze (Przedsiębiorstwo Robót Drogowych w Zwoleniu i Biuro Studiów i Projektów Budownictwa Ministerstwa Spraw Wewnętrznych). Zmiany poziomu rentowności majątku przy stałości stopnia koncentracji własności w tych dwóch spółkach pracowniczych świadczą jednak o braku istnienia zależności między badanymi zmiennymi.

Badania empiryczne nad związkiem koncentracji własności z rentownością majątku zostały zatem przeprowadzone w dziesięcioletnim okresie następującym po roku prywatyzacji dla każdej z trzynastu spółek pracowniczych zakwalifikowanych do próby badawczej na tym etapie analizy. W jednej z trzynastu badanych spółek pracowniczych (Przedsiębiorstwo Robót Drogowo-Mostowych w Płońsku) współczynnik korelacji rang Spearmana był równy 0, wskazując tym samym na brak istnienia zależności między koncentracją własności a rentownością majątku (por. tab. 4, 5).

W dwóch spółkach pracowniczych (Przedsiębiorstwo Robót Drogowych w Przysusze i Elmet) współczynniki korelacji rang Spearmana wskazywały na występowanie między koncentracją własności a rentownością majątku dodatniej zależności o umiarkowanej sile. Współczynniki te były istotne statystycznie na poziomie tendencji, tj. $\alpha = 0,1$. W obu spółkach pracowniczych wzrostowi koncentracji własności towarzyszył zatem wzrost rentowności majątku, przy czym w Przedsiębiorstwie Robót Drogowych w Przysusze koncentracja własności była umiarkowana ($HHI = 0,52$), a w spółce Elmet słaba ($HHI = 0,18$).

W spółkach pracowniczych o ujemnych współczynnikach korelacji rang Spearmana trzy (Wyszkowskie Centrum Materiałów Budowlanych, Zakład Transportu Energetyki Radom i Przedsiębiorstwo Komunikacji Samochodowej w Grodzisku Mazowieckim) były istotne statystycznie na poziomie istotności $\alpha = 0,05$, a jedna (Przedsiębiorstwo Komunikacji Samochodowej w Grójcu) na poziomie istotności $\alpha = 0,01$. Wzrostowi koncentracji własności w tych spółkach pracowniczych towarzyszył zatem spadek rentowności majątku, z tym że w Wyszkowskim

Centrum Materiałów Budowlanych koncentracja własności była umiarkowana ($HHI = 0,56$), a w pozostałych trzech spółkach pracowniczych słaba ($HHI < 0,20$). Zależność między koncentracją własności a rentownością majątku w tych czterech spółkach pracowniczych była co najmniej silna. W Przedsiębiorstwie Komunikacji Samochodowej w Grójcu, gdzie zależność między badanymi zmiennymi była bardzo silna, inwestorami zewnętrznymi były jednostki samorządu terytorialnego. Spadek rentowności majątku w tej spółce pracowniczej wynikał z systematycznego wzrostu jego wartości przy jednoczesnym spadku wyniku finansowego, który w okresie $t = 9$ był ujemny.

Tabela 4. Zależność między koncentracją własności a rentownością majątku w spółkach pracowniczych po roku prywatyzacji ($t = 0$)

Spółka pracownicza	Liczba obserwacji N	Współczynnik korelacji rang Spearmana R_s	Krytyczny poziom istotności p -value
PRD sp. z o.o. w Przysusze	10	0,5963	0,0688
PRI-D sp. z o.o. w Grójcu	10	-0,0480	0,8953
WCMB sp. z o.o.	10	-0,6356	0,0482
PKS sp. z o.o. w Grójcu	10	-0,8309	0,0029
PRD-M sp. z o.o. w Płońsku	10	0,0000	1,0000
ZTE RADOM sp. z o.o.	10	-0,7401	0,0144
PKS sp. z o.o. w Grodzisku Maz.	10	-0,6319	0,0500
Tarczyn Sp. z o.o.	10	-0,5410	0,1063
Ostrada sp. z o.o. w Ostrołęce	10	-0,0182	0,9601
Elmet sp. z o.o. w Warszawie	10	0,5621	0,0908
ZTiSZE sp. z o.o. w Warszawie	10	-0,5167	0,1262
Geokart sp. z o.o. w Warszawie	10	-0,0188	0,9588
Polsport sp. z o.o. w Górze Kalwarii	10	-0,1411	0,6974

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 2 i 3

W trzech spółkach pracowniczych (Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjno-Drogowych, Tarczyn i Zakład Transportu Energetyki „ZTiSZE”), gdzie inwestorami zewnętrznymi były spółki prawa handlowego, współczynniki korelacji rang Spearmana świadczyły o występowaniu między koncentracją własności a rentownością majątku ujemnej zależności, ale były one nieistotne statystycznie nawet na poziomie tendencji, tj. $\alpha = 0,1$. W spółce Tarczyn, w której koncentracja własności była pełna ($HHI = 1,00$), i w Zakładzie Transportu Energetyki „ZTiSZE” siła ujemnego związku między badanymi zmiennymi była umiarkowana. Brak istotności statystycznej dla współczynników korelacji rang Spearmana w tych dwóch spółkach pracowniczych nie musi jednak oznaczać, że zależność między koncen-

tracą własności i rentownością majątku nie występowała, ponieważ mogła ona być zbyt słaba, by zostać wykryta w analizie z daną liczbą obserwacji (por. Asselain, Mould, 2010: 407).

Tabela 5. Liczba spółek pracowniczych według rodzaju zależności między koncentracją własności a rentownością majątku po roku prywatyzacji ($t = 0$)

Zależność		Kierunek		Razem
		dodatni	ujemny	
Siła	bardzo słaba	0	4	4
	słaba	0	0	0
	umiarkowana	2	2	4
	silna	0	3	3
	bardzo silna	0	1	1
Razem		2	10	12

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 4

5. Podsumowanie

Dotychczas przeprowadzone badania empiryczne wskazują, iż w przypadku rozdzielenia własności od zarządzania (zob. Jensen, Meckling, 1976: 308–310; Eisenhardt, 1989: 69–70; Shleifer, Vishny, 1997: 740–744) wzrost koncentracji własności, który z jednej strony może prowadzić do wzmocnienia nadzoru właścicielskiego znaczących akcjonariuszy nad działaniami kierownictwa, a z drugiej do pojawienia się konfliktu między większościami i mniejszościami akcjonariuszami, może mieć zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw (por. Lee, 2008: 22). Co więcej, kierunek i siła wpływu wzrostu koncentracji własności na wyniki finansowe przedsiębiorstw zależy m.in. od rodzaju akcjonariuszy (por. Akimova, Schwödiauer, 2004: 41; Thomsen, Petersen, 2000: 697–698) i stopnia ochrony prawnej inwestorów w danym kraju (Szewc-Rogalska, 2008: 313–315; Sanchez-Ballesta, Garcia-Meca, 2007: 885–886; Urbanek, 2005: 76).

Jednakże przedsiębiorstwa, w których własność pracownicza przekroczyła 5% udziałów będących w obrocie – w odniesieniu do przedsiębiorstw, w których nie przekroczyła 5% – charakteryzowały się niższym współczynnikiem Q -Tobina, mniejszymi inwestycjami w długoterminowe aktywa, niższą skłonnością do podejmowania ryzyka, wolniejszym wzrostem, tworzyły mniej miejsc pracy, wykazywały niższe współczynniki wydajności pracy i całkowitej efektywności (zob. Ginglinger, Megginson, Waxin, 2011: 871; Kruse, Blasi, Freeman, 2012: 10–11; Kim, Ouimet, 2010: 9, 36). Wydaje się ponadto, iż występowanie w tego

typu przedsiębiorstwach własności menedżerskiej (por. Aghion, Blanchard, 1998: 96–97; Jelinek, Stuerke, 2009: 273), będącej jednym ze sposobów zmniejszania konfliktu interesów między pryncypałem i agentem (zob. Beck-Krala, 2008: 27; Borkowska, 2012: 416; Gad, 2011: 23; Zalega, 2003: 103–104), czy też inwestorów instytucjonalnych (zob. Fazlzadeh, Hendi, Mahboubi, 2011: 255–256), nie prowadzi do poprawy ich wyników finansowych.

Przeprowadzone badania empiryczne wskazują⁶, że w analizowanych spółkach pracowniczych miała miejsce stopniowa koncentracja własności, jednakże w ostatnim okresie następującym po roku prywatyzacji jej średni poziom był umiarkowany. W dwóch spółkach pracowniczych (Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjno-Drogowych w Grójcu i Tarczyn) nastąpiło pełne skoncentrowanie własności, a w ośmiu jej stopień nie przekraczał 0,20. Jednocześnie rentowność majątku analizowanych spółek pracowniczych ulegała wahaniom, przyjmując od dziewiątego okresu następującego po roku prywatyzacji wartość średnią mniejszą od 0. Ujemne wskaźniki rentowności majątku w przyjętym okresie badawczym pojawiły się aż w dziewięciu spółkach pracowniczych.

W większości spółek pracowniczych zakwalifikowanych do próby badawczej wzrostowi koncentracji własności towarzyszył spadek rentowności majątku, aczkolwiek istotne na poziomie tendencji współczynniki korelacji rang Spearmana świadczą o występowaniu między badanymi zmiennymi zarówno dodatniej (dwie spółki pracownicze), jak i ujemnej (cztery spółki pracownicze) zależności. Spośród spółek pracowniczych, w których skoncentrowanie własności nastąpiło przez inwestorów zewnętrznych, zależność między badanymi zmiennymi w jednej (Przedsiębiorstwo Robót Drogowych w Przysusze) był dodatnia, natomiast w dwóch (Wyszkowskie Centrum Materiałów Budowlanych, Zakład Transportu Energetyki Radom) ujemna. Dominujący udziałowiec w Zakładzie Transportu Energetyki Radom był członkiem zarządu, a w Przedsiębiorstwie Robót Drogowych w Przysusze i Wyszkowskim Centrum Materiałów Budowlanych zasiadał w radzie nadzorczej. Pracownicy posiadający znaczące pakiety udziałów w tych dwóch ostatnich spółkach pracowniczych byli członkami zarządu. W Przedsiębiorstwie Komunikacji Samochodowej w Grójcu, w którym skoncentrowanie własności nastąpiło przez pracownika będącego członkiem zarządu spółki pracowniczej przy udziale w kapitale zakładowym jednostek samorządu terytorialnego, relacja między koncentracją własności a rentownością majątku okazała się bardzo silną ujemną zależnością, istotną statystycznie na poziomie istotności $\alpha = 0,01$.

⁶ Uzyskane wyniki badań empirycznych nad związkiem koncentracji własności z rentownością majątku w spółkach pracowniczych, przeprowadzonych na dość ograniczonej próbie badawczej, są niejednoznaczne, przez co nie pozwalają na sformułowanie uogólnionych wniosków, ale wskazują na potrzebę podjęcia dalszych studiów w tym zakresie.

Bibliografia

- Aghion P., Blanchard O.J. (1998), *On privatization methods in Eastern Europe and their implications*, „Economics of Transition”, vol. 6, issue 1, s. 87–99, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0351.1998.tb00038.x>.
- Akimova I., Schwödiauer G. (2004), *Ownership Structure, Corporate Governance and Enterprise Performance: Empirical Results for Ukraine*, „International Advances in Economic Research”, vol. 10, issue 1, s. 28–42, <http://dx.doi.org/10.1007/BF02295575>.
- Asselain B., Mould R.F. (2010), *Metoda modelu proporcjonalnego ryzyka Cox'a*, „Nowotwory. Journal of Oncology”, vol. 60, no. 5, s. 403–409.
- Baehr J. (1993), *Spółka z udziałem kapitałowym pracowników*, Polski Dom Wydawniczy Ławica, Warszawa–Poznań.
- Beck-Krala E. (2008), *Partycypacja pracowników w zarządzaniu firmą. Nowy sposób wynagradzania i motywowania*, Wolters Kluwer Polska, Kraków.
- Błaszczak B. (2002), *Zjawisko wtórnej prywatyzacji – zmiany struktury własnościowej przedsiębiorstw państwowych*, [w:] M. Bałtowski (red.), *Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w gospodarce polskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Błaszczak B., Woodward R. (2001), *Secondary privatisation: the evolution of ownership structures of privatised enterprises*, Raporty Case, no. 50, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1432339>.
- Bojar E., Sosińska-Wit M. (1999), *Leasing pracowniczy jako czynnik rozwoju przedsiębiorstwa*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Wyzwania rozwojowe a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Europejska Rada Zarządzania – CECIOS, Warszawa–Kraków.
- Bojar E., Sosińska-Wit M., Żminda Z. (2003), *Leasing pracowniczy a restrukturyzacja przedsiębiorstw*, Politechnika Lubelska, Lublin.
- Borkowska S. (2012), *Skuteczne strategie wynagrodzeń – tworzenie i zastosowanie*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Bukowska-Piestrzyńska A. (2002), *Leasing mienia Skarbu Państwa w spółkach pracowniczych*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 5, s. 44–51.
- Eisenhardt K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review”, vol. 14, no. 1, s. 57–74, <http://dx.doi.org/10.5465/AMR.1989.4279003>.
- Faleye O., Mehrotra V., Morck R. (2005), *When Labour Has a Voice in Corporate Governance*, NBER Working Paper, no. 11254, s. 1–44, <http://www.nber.org/papers/w11254> [dostęp: 9.03.2016].
- Fazlzadeh A., Hendi A.T., Mahboubi K. (2011), *The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry*, „International Journal of Business and Management”, vol. 6, no. 3, s. 249–266, <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v6n3p249>.
- Gad J. (2011), *Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Ginglinger E., Megginson W., Waxin T. (2011), *Employee ownership, board representation and corporate financial policies*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 17, issue 4, s. 868–887, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.005>.
- Goszka W. (2001), *Struktura własności i władzy w spółkach pracowniczych (na przykładzie spółek pracowniczych regionu kujawsko-pomorskiego)*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 5, s. 55–61.
- Górka K. (1991), *Samorząd pracowniczy w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Kierunki przekształceń własnościowych w gospodarce. Aspekt*

- teoretyczno-praktyczny, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa Oddział w Krakowie, Kraków.
- Harbaugh R. (2005), *The effect of employee stock ownership on wage and employment bargaining*, „Journal of Comparative Economics”, vol. 33, issue 3, s. 565–583, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2005.04.002>.
- Jarosz M., Kozak M. (1995), *Ekonomiczna i społeczna kondycja spółek pracowniczych w latach 1991–1994. Konkluzje*, [w:] M. Jarosz (red.), *Blaski i cienie spółek pracowniczych 1991–1994*, ISP PAN, Warszawa.
- Jawłowski A. (2001), *Prywatyzacja pracownicza. Przemiany firm i ich załóg*, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa.
- Jelinek K., Stuerke P. (2009), *The Non-linear Relation between Agency Costs and Managerial Equity Ownership: Evidence of Decreasing Benefits of Increasing Ownership*, „International Journal of Managerial Finance”, vol. 5, issue 2, s. 156–178, <http://dx.doi.org/10.1108/17439130910947886>.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, issue 4, s. 305–360, [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Józwiak J., Podgórski J. (2009), *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa.
- Karpińska-Mizielińska W., Smuga T. (1997), *Zmiany relacji własnościowych i ich wpływ na poprawę efektywności gospodarowania w długim okresie*, Instytut Rozwoju i Studiów Strategicznych, Warszawa.
- Kim E.H., Ouimet P. (2008), *Employee capitalism or corporate socialism? Broad-based employee stock ownership*, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, s. 1–52, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1107974>, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1529631.
- Kozarzewski P. (1998), *Prywatyzacja bezpośrednia: stan prawny*, [w:] M. Jarosz (red.), *Prywatyzacja bezpośrednia. Inwestorzy. Menedżerowie. Pracownicy*, ISP PAN, Warszawa.
- Kozarzewski P., Woodward R. (2001), *Secondary privatization in Poland (Part I): Evolution of ownership structure and company performance in firms privatized by employee buyouts*, Raporty Case, no. 47, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1432404>.
- Krajewski S. (2001), *Konflikty interesów po prywatyzacji*, [w:] M. Jarosz (red.), *Manowce polskiej prywatyzacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kruse D.L., Blasi J.R., Freeman R.B. (2012), *Does Linking Worker Pay to Firm Performance Help the Best Firms Do Even Better?*, NBER Working Paper, no. 17745, s. 1–30, <http://www.nber.org/papers/w17745> [dostęp: 9.03.2016].
- Lee S. (2008), *Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea*, University of Utah, Department of Economics, Working Paper no. 17, s. 1–24, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/viewFile/9717/6980> [dostęp: 9.03.2016].
- Matuszewska-Pierzynka A. (2015a), *Kredyty i pożyczki jako źródło finansowania działalności spółek pracowniczych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H, vol. 49, no. 4, s. 383–390, doi: <http://dx.doi.org/10.17951/h.2015.49.4.381>.
- Matuszewska-Pierzynka A. (2015b), *Net Profit Distribution Policy in Companies Using State-owned Enterprises Against Payment*, „Oeconomia Copernicana”, vol. 6, no. 2, s. 89–107, <http://dx.doi.org/10.12775/OeC.2015.014>.
- Nadratowska A. (1990), *Wpływ poszczególnych form prywatyzacji na efektywność gospodarowania*, [w:] T. Kierczyński (red.), *Spółka akcyjna jako forma prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Przedsiębiorstwo Doradztwa Ekonomicznego „Lege Artis”, Warszawa.
- Pieloch A. (2010), *Zysk netto jako źródło finansowania wykupu i umorzenia akcji własnych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica”, nr 236, s. 87–103.


- Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 1999 r.* (2000), GUS, Warszawa.
- Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2004 r.* (2005), GUS, Warszawa.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 16 października 1997 r. w sprawie szczegółowych zasad ustalania należności za korzystanie z przedsiębiorstwa, sposobu zabezpieczenia nie spłaconej części należności oraz warunków oprocentowania nie spłaconej należności (Dz.U. z 1997 r. Nr 130, poz. 855).
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie warunków spłaty należności za korzystanie z przedsiębiorstwa (Dz.U. z 2004 r. Nr 269, poz. 2667).
- Sajnog A. (2013), *Wokół metod badania rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa*, [w:] A.N. Duraj, M. Papiernik-Wojdera, *Paradygmaty i instrumenty kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Sajnog A. (2015a), *Comparative Analysis of Economic Efficiency of Polish and German Listed Companies*, „Oeconomia Copernicana”, vol. 6, issue 2, s. 67–87, <http://dx.doi.org/10.12775/OeC.2015.013>.
- Sajnog A. (2015b), *Rola zysku całkowitego w ocenie rentowności przedsiębiorstwa*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H, vol. 49, no. 4, s. 506–516, doi: <http://dx.doi.org/10.17951/h.2015.49.4.505>.
- Sanchez-Ballesta J., Garcia-Meca E. (2007), *A Meta analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance*, „Corporate Governance”, vol. 15, issue 5, s. 879–893, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00604.x>.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, „The Journal of Finance”, vol. 52, no. 2, s. 737–783, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.
- Sierpińska M. (2005), *Wskaźnikowa ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sobczyk M. (2010), *Statystyka opisowa*, C.H. Beck, Warszawa.
- Sosnowski T. (2015), *Czas realizacji pełnego wyjścia z inwestycji funduszy private equity na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H, vol. 49, no. 4, s. 527–538, <http://dx.doi.org/10.17951/h.2015.49.4.527>.
- Surdykowska T. (1996), *Prywatyzacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Szewe-Rogalska A. (2008), *Problemy nadzoru korporacyjnego w skoncentrowanych strukturach własności*, [w:] S. Rudolf, *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Thomsen S., Petersen T. (2000), *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, „Strategic Management Journal”, vol. 21, no. 6, s. 689–705, [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6%3C689::AID-SMJ115%3E3.0.CO;2-Y](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6%3C689::AID-SMJ115%3E3.0.CO;2-Y).
- Urbanek P. (2005), *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji (Dz.U. z 1996 r. Nr 118, poz. 561).
- Włodyka S. (1996), *Spółki w procesie komercjalizacji i prywatyzacji*, [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo spółek*, Instytut Prawa Spółek i Inwestycji Zagranicznych, Kraków.
- Wrońska E.M. (2004), *Strategie finansowe spółek pracowniczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Zalega K. (2003), *System corporate governance a aktywność zarządzania spółką akcyjną*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Zwierzyńska-Bubała T. (red.) (1998), *Leksykon prywatyzacji*, PWE, Warszawa.

Concentration of Ownership and Profitability of Assets in Employee-Owned Companies

Abstract: The main aim of this article is to verify the research hypothesis stating that in most employee-owned companies the growth in concentration of ownership is accompanied by the decrease in profitability of assets. Empirical studies were conducted among 15 employee-owned companies from Mazowieckie voivodeship, which concluded an agreement with the State Treasury in the years 2000–2004 on the basis of data from the National Court Register. The results indicate that in the studied employee-owned companies the correlation relationship between concentration of ownership and profitability of assets was both positive and negative.

Keywords: ownership transformations of state-owned enterprises, direct privatization, giving a state-owned enterprise for the use against payment, ownership concentration, profitability of assets

JEL: D22, G32, L33

	© by the author, licensee Łódź University – Łódź University Press, Łódź, Poland. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license CC-BY (http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/)
	Received: 2016-05-19; verified: 2016-11-05. Accepted: 2017-02-15