

Jakub Mroczek

ORCID: 0000-0002-7351-784X

jakub.mroczek@poczta.umcs.lublin.pl

Szkoła Doktorska Nauk Społecznych UMCS

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2022.217>

Open Access CC BY 4.0



Karolina Stachyra

ORCID: 0000-0001-8806-3206

karolina.k.stachyra@gmail.com

Cytowanie: Mroczek, J., Stachyra, K. (2022). Forma własności spółek giełdowych a wyniki ekonomiczne – analiza empiryczna. Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze, 16, s. 105-114. DOI: 10.26366/PTE.ZG.2022.217

Forma własności spółek giełdowych a wyniki ekonomiczne – analiza empiryczna

Abstrakt: Debata wśród ekonomistów na temat różnic w wynikach ekonomicznych przedsiębiorstw państwowych (State-owned enterprises – SOEs) i prywatnych trwa od dawna, jednak do dziś nie wyciągnięto ostatecznych wniosków. W ostatnich latach przeprowadzono jednak wiele reform SOEs, które często sprzyjały poprawie ich wyników. Jednym z etapów reform była ich częściowa prywatyzacja, szczególnie poprzez rynek kapitałowy. W efekcie giełdowe spółki, które pozostały pod kontrolą państwa, w większym stopniu były zorientowane na zysk, jednak w dalszym ciągu mogły być wykorzystywane do osiągania celów politycznych lub makroekonomicznych. Celem artykułu było porównanie wyników ekonomicznych giełdowych spółek kontrolowanych przez państwo oraz spółek prywatnych w zależności od czynników koniunkturalnych w gospodarce. Analiza objęła rok 2019 (w którym kontynuowany był rozwój gospodarczy) oraz rok 2020 (w którym nastąpił spadek aktywności gospodarczej w wyniku pandemii COVID-19 i wywołanego nią kryzysu). Dane do badania zostały pobrane z serwisu Notoria On-line, zaś analiza została przeprowadzona za pomocą nieparametrycznego testu średnich dla dwóch prób niezależnych U Manna-Whitney’a. Wyniki pokazały, że w okresie wzrostu gospodarczego nie ma istotnie statystycznych różnic między wynikami SOEs i przedsiębiorstwami prywatnymi, natomiast w okresie spadku aktywności gospodarczej, spowodowanej kryzysem pandemicznym, SOEs miały niższe wskaźniki ROA, ROE i wskaźnik pokrycia długu majątkiem trwałym.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwo państwowe, giełda papierów wartościowych, przedsiębiorstwo prywatne, efektywność.

Form of ownership of listed companies and their economic results - empirical analysis

Abstract: The debate among economists about the different economic performance of state-owned enterprises (SOEs) and private enterprises has been going on for a long time, but there are no definitive conclusions so far. However, many SOEs reforms have been implemented in recent years, often resulting in improved their performance. One stage of the reforms was their partial privatisation, in particular via the capital market. As a result, listed companies that remained under state control were more profit-oriented but could still be used for political or macroeconomic objectives. The aim of the article was to compare the economic performance of publicly traded companies controlled by the state and private companies depending on the economic factors. The analysis covered 2019 (when economic development continued) and 2020 (when economic activity declined as a result of the COVID-19 pandemic and the related crisis). Data for the study were downloaded from Notoria On-line and the

analysis was performed using a non-parametric mean test Mann-Whitney U for two independent variables. The results showed that in period of economic growth there are no significant statistical differences between SOEs and private enterprises, while SOEs have lower ROA, ROE and debt coverage ratios in period of economic growth.

Keywords: a state-owned enterprise; the stock exchange; a private enterprise; efficiency.

JEL: L33, L32

Wstęp

Debata na temat różnic w efektywności przedsiębiorstw państwowych (State-owned enterprises – SOEs) w porównaniu do przedsiębiorstw prywatnych jest jednym z głównych zagadnień powodujących spory naukowe wśród ekonomistów. Przeprowadzono wiele badań empirycznych poruszających ten temat, jednak nie prowadzą one do jednoznacznych konkluzji (Bałtowski, Kwiatkowski, 2018; Boggetti, 2020). Faktem jest natomiast, że w ostatnich dekadach przeprowadzono reformy SOEs, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i rozwijających się, które często sprzyjały poprawie ich wyników (Bałtowski, Kwiatkowski, 2018).

W wielu krajach jednym z rodzajów wspomnianych reform była częściowa prywatyzacja SOEs np. poprzez publiczne emisje akcji na giełdach papierów wartościowych (Flores-Macias, Musacchio, 2009). Powodowało to powstawanie spółek o hybrydowym, państwowo–prywatnym kapitale, nad którymi rządy często zachowywały silną kontrolę korporacyjną. W literaturze zjawisko to jest nazywane reluctant privatization (Bortolotti, Faccio, 2004).

Celem artykułu było porównanie wyników ekonomicznych giełdowych spółek kontrolowanych przez państwo oraz spółek prywatnych w zależności od czynników koniunkturalnych w gospodarce. Bazując na wynikach badań empirycznych, autorzy artykułu starali się odpowiedzieć na następujące pytania badawcze:

- Czy SOEs podczas okresu rozwoju gospodarczego osiągnęły podobne wyniki ekonomiczne w porównaniu do przedsiębiorstw prywatnych?
- Czy podczas okresu kryzysu gospodarczego SOEs miały gorsze wyniki ekonomiczne niż przedsiębiorstwa prywatne?

Na podstawie postawionych pytań badawczych w artykule postawiono następujące hipotezy badawcze:

H1: W okresie rozwoju gospodarczego, SOEs osiągnęły podobne wyniki ekonomiczne w stosunku do przedsiębiorstw prywatnych.

H2: Okres kryzysu gospodarczego wpływa na wzrost różnic w efektywności działania przedsiębiorstw prywatnych i SOEs, przy czym efektywność SOEs jest wyraźnie niższa.

Do analizy wykorzystano dziewięć wskaźników, które zostały podzielone na trzy grupy: rentowności, płynności oraz zadłużenia. Analizą objęto lata 2019 (rok, w którym nastąpiła kontynuacja rozwoju gospodarczego) oraz 2020 (rok, w którym odnotowano spadek aktywności gospodarczej w wyniku pandemii COVID-19 i wywołanego nią kryzysu), a każdy z nich analizowany był oddzielnie. Dane do badania zostały pobrane z serwisu Notoria On-line. Aby zweryfikować istnienie różnic pomiędzy SOEs i przedsiębiorstwami prywatnymi posłużono się nieparametrycznym testem średnich dla dwóch prób niezależnych U Manna-Whitney'a.

1. Przegląd literatury

W literaturze przedmiotu wiele jest analiz porównujących wyniki finansowe przedsiębiorstw państwowych i prywatnych. Mimo, że nie ma jednoznacznych wyników badań, to powszechnie uważa się, że SOEs są z reguły mniej efektywne niż ich prywatne odpowiedniki (Muhlenkamp, 2015). Najczęściej wskazanymi przyczynami takiej sytuacji są m.in. problem pryncypała i agenta (Postuła, 2015), mnogość i różnorodność celów (Bałtowski, Kwiatkowski, 2018), czy miękkie ograniczenie budżetowe (Kornai in., 2003).

Niektóre badania, szczególnie starsze, potwierdzają te przypuszczenia. Często cytowanymi pracami wskazującymi na wyższą efektywność przedsiębiorstw prywatnych są analizy Sumita Majumdar'a (1998), Christiana Wolfa i Michaela Pollita (2009), Alexandra Abramova i in. (2017), Minha Phi i in. (2021). Ważnym badaniem była także praca Williama Megginsona oraz Jeffrey'a Nettera (2001). Dokonali oni przeglądowej analizy wielu badań, skupiających się na porównaniu wyników przedsiębiorstw prywatnych oraz SOEs, także w kontekście ich prywatyzacji. Przegląd dotyczył badań z wielu gospodarek, zarówno transformujących się, jak i rozwiniętych. Ekonomści wysunęli wniosek, że SOEs mają niższą efektywność funkcjonowania niż przedsiębiorstwa prywatne. Wyrażna poprawa tych wskaźników była natomiast widoczna w przypadku przedsiębiorstw sprywatyzowanych (również tylko częściowo sprywatyzowanych).

W ostatnich latach, w wielu krajach SOEs przeszły liczne reformy, które miały na celu zwiększenie efektywności ich funkcjonowania. Reformy te polegały najczęściej na emisji akcji SOEs na giełdzie czy angażowaniu niezależnych audytorów i członków rad nadzorczych (Flores-Macias, Musacchio, 2009). Pewien wpływ na zmianę w zarządzaniu SOEs miały organizacje międzynarodowe, które opracowywały zbiory dobrych praktyk, mających poprawić jakość zarządzania SOEs (OECD, 2015). Rządy zaczęły również prowadzić bardziej

spójną politykę wobec tych przedsiębiorstw z wyraźnie zdefiniowanymi i określonymi celami społecznymi (Chang, 2007).

W efekcie w ostatnich 10–15 latach coraz więcej badań wskazywało, że wyniki SOEs poprawiają się i często są bardzo zbliżone do wyników przedsiębiorstw prywatnych. Przykładem mogą być analizy Massimo Florio (2014), Stefano Clò i in. (2016), Katarzyny Szarzec i in. (2017) czy też Bartosza Kabacińskiego i in. (2020).

Bardzo ważna, dla debaty nad wynikami SOEs, była analiza Holgera Muhlenkampa (2015), który dokonał przeglądu publikacji porównujących efektywność SOEs oraz przedsiębiorstw prywatnych, głównie z gospodarek wysokorozwiniętych. Autor stwierdził na ich podstawie, że nie ma wystarczających dowodów na to, że SOEs osiągają słabsze wyniki. Kolejnym wnioskiem było stwierdzenie, że dalsza prywatyzacja nie poprawi efektywności przedsiębiorstw, ponieważ ich wyniki zależą od konkurencyjności na rynkach, a SOEs i tak funkcjonują już na rynkach o wysokim poziomie konkurencji.

Niektóre badania wskazują, że o ile w okresie rozwoju gospodarczego wyniki SOEs oraz przedsiębiorstw prywatnych są podobne, to jednak w okresie recesji lub spowolnienia aktywności gospodarczej SOEs osiągają słabsze wyniki niż ich prywatne odpowiedniki. Przykładem takiego badania może być praca Sergio Lazzariniego oraz Aldo Musacchio (2018), którzy wskazują, że różnica ta jest jednak mniejsza, gdy państwo posiada mniejszościowe udziały właścicielskie. Analiza Grzegorza Kwiatkowskiego oraz Pawła Augustynowicza (2015) pokazała natomiast, że ROS dla przedsiębiorstw państwowych w latach 2005 – 2008 (czyli w okresie kontynuacji ekspansji gospodarczej) był wyższy w porównaniu do firm prywatnych, jednak w latach 2008 – 2011 (czyli w okresie obejmującym recesję gospodarczą) sytuacja zmieniła się, a wskaźnik ROS dla SOEs miał niższą wartość.

Na podstawie dokonanego przeglądu literatury można zauważyć, że mimo powszechnej opinii o wyższej efektywności przedsiębiorstw prywatnych, nie ma naukowego konsensusu co do słabszych wyników SOEs. Efektywność ich funkcjonowania zależy od wielu czynników np. od poziomu konkurencji, formy prawnej przedsiębiorstwa czy też formy własności. Większość badań wskazuje jednak, że nawet częściowa prywatyzacja pozytywnie wpływa na ich wyniki.

2. Metodyka przeprowadzonych badań

W literaturze przedmiotu nie ma przyjętej jednej definicji przedsiębiorstwa państwowego. W badaniach najczęściej wykorzystywane jest podejście, które polega na ustaleniu określonego progu w udziałach właścicielskich spółki, po przekroczeniu którego klasyfikuje się dane przedsiębiorstwo jako państwowe, np. próg 50% (Kwiatkowski, Augustynowicz, 2015; Bower,

2017) lub próg 25% (Szarzec, Nowara, Żurek, 2020). Jednak takie podejście ma pewne ograniczenie, ponieważ można w ten sposób błędnie klasyfikować niektóre przedsiębiorstwa, np. przy progu 50% jako prywatne przedsiębiorstwo zostanie zaklasyfikowany PKN Orlen S.A. (27,5% udziałów Skarbu Państwa), nad którym bardzo silną kontrolę korporacyjną ma polski rząd. Dlatego w tym badaniu jako SOEs zdefiniowano każde przedsiębiorstwo, w którym państwo, dzięki posiadanym udziałom właścicielskim (pośrednim oraz bezpośrednim), posiada kontrolę korporacyjną. W praktyce oznacza to, że jako przedsiębiorstwa państwowe klasyfikowano podmioty, w których państwo posiadało ponad 50% udziałów właścicielskich, oraz takie w których posiadało mniej niż 50%, jednak przy rozproszeniu pozostałych akcjonariuszy lub przy wykorzystaniu specjalnych praw, miało kontrolę korporacyjną nad danym podmiotem. Dlatego w spornych przypadkach, w celu weryfikacji, kto faktycznie kontroluje daną spółkę, badana była szczegółowo struktura właścicielska przedsiębiorstwa, dokumenty korporacyjne przedsiębiorstwa (np. statuty, porozumienia akcjonariuszy) i doniesienia prasowe.

Przedmiotem badania były tylko przedsiębiorstwa niefinansowe, dlatego w pierwszym etapie analizy odrzucono przedsiębiorstwa funkcjonujące w branży finansowej. Następnie wyodrębniono spółki notowane tylko na rynku głównym GPW w Warszawie. Kolejnym etapem było wykreślenie podmiotów, które prezentowały niepełne dane. Ostatecznie do analizy w 2019 roku wykorzystano dane 302 spółek (spośród których 20 zostało zaklasyfikowane jako SOEs), natomiast w roku 2020 – 286 spółek (z których 21 stanowiły SOEs). Łącznie analizą objęto 588 jednostek statystycznych. Każdej z nich przypisano wskaźniki w podziale na trzy grupy:

- miary rentowności: marża zysku netto, Return of Assets (ROA), Return of Equity (ROE),
- miary płynności: płynność bieżąca, płynność szybka, płynność podwyższona,
- miary zadłużenia: wskaźnik pokrycia długu majątkiem trwałym, stopa zadłużenia, obsługa zadłużenia.

Rentowność, płynność i zadłużenie to trzy główne obszary, które cieszą się największym zainteresowaniem akcjonariuszy spółki, menedżerów, kredytodawców czy kontrahentów. Powyższe wskaźniki traktowane są jako klasyczne miary finansowe, które są najczęściej wykorzystywane do oceny kondycji gospodarczej spółki (Wilczyńska, 2018; Szczecińska, 2018; Zaleska, 2012). W Tabeli 1 wskazano sposób wyliczania wybranych wskaźników finansowych.

Tabela 1. Miary rentowności, płynności i zadłużenia oraz sposób ich wyliczania

Wskaźnik		Formuła
Rentowność	Marża zysku netto	$\frac{\text{Wynik netto}}{\text{Przychody ze sprzedaży}}$
	ROA	$\frac{\text{Wynik netto}}{\text{Aktywa ogółem}} * 100\%$
	ROE	$\frac{\text{Wynik netto}}{\text{Kapitał własny}} * 100\%$
Płynność	Płynność bieżąca	$\frac{\text{Aktywa obrotowe}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
	Płynność szybka	$\frac{\text{Aktywa obrotowe} - \text{Zapasy}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
	Płynność podwyższona	$\frac{\text{Środki pieniężne i ich ekwiwalenty}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
Zadłużenie	Wskaźnik pokrycia długu majątkiem trwałym	$\frac{\text{Kapitał własny}}{\text{Aktywa trwałe}}$
	Stopa zadłużenia	$\frac{\text{Zobowiązania ogółem}}{\text{Aktywa ogółem}}$
	Obsługa zadłużenia	$\frac{\text{Wynik operacyjny} + \text{Amortyzacja}}{\text{Koszty finansowe}}$

Źródło: opracowanie własne.

Do analizy różnicy średnich w dwóch populacjach wykorzystano test U Manna-Whitney'a. Jest to test nieparametryczny dla porównania średnich dwóch prób niezależnych. Został on wybrany z uwagi na brak rozkładu normalnego badanych zmiennych oraz ze względu na brak równoliczności obu populacji. Weryfikacja testu U Manna-Whitney'a dla wszystkich grup wskaźników została przeprowadzona przy przyjętym poziomie istotności p wynoszącym 0,05.

3. Wyniki analizy

W pierwszej kolejności dokonano analizy wyników przedsiębiorstw w okresie rozwoju gospodarczego. W Tabeli 2 zaprezentowano wyniki testu dla grup analizowanych wskaźników w 2019 roku..

Tabela 2. Wyniki testu U Manna-Whitney'a dotyczące wyników ekonomicznych spółek giełdowych w 2019 roku

Wskaźnik		Test U Manna-Whitney'a		
		Średnia ranga		Współczynnik p
		Państwowe	Prywatne	
Rentowność	Marża zysku netto	151,30	151,51	0,992
	ROE	133,55	152,77	0,341
	ROA	134,05	152,74	0,355
Płynność	Płynność bieżąca	137,00	152,53	0,442
	Płynność szybka	148,60	151,71	0,878
	Płynność podwyższona	168,05	150,33	0,380
Zadłużenie	Wskaźnik pokrycia majątku	131,90	152,89	0,299
	Stopa zadłużenia	129,95	153,03	0,253
	Obsługa zadłużenia	188,20	148,90	0,052

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Notoria Online.

Dane z Tabeli 2 wskazują, że w przypadku wszystkich grup wskaźników: rentowności, płynności oraz zadłużenia, nie ma istotnie statystycznych różnic między przedsiębiorstwami państwowymi (SOEs) i spółkami prywatnymi. Wynik ten potwierdza postawioną H1. W okresie rozwoju gospodarczego, w analizowanych podmiotach, brak jest istotnie statystycznych różnic w wynikach spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo i spółek prywatnych. Wyniki te mogą wskazywać na dość dobrą jakość zarządzania w SOEs notowanych na giełdzie papierów wartościowych, lub wynikać z tego, że analizowane SOEs należały do największych przedsiębiorstw w kraju i działają w dość mocno regulowanych branżach.

Tabela 3. Wyniki testu U Manna-Whitney’a dotyczące wyników ekonomicznych spółek giełdowych w 2020 roku

Wskaźnik		Test U Manna-Whitney’a		
		Średnia ranga		Współczynnik p
		Państwowe	Prywatne	
Rentowność	Marża zysku netto	122,67	145,15	0,230
	ROE	105,17	146,54	0,027
	ROA	107,52	146,35	0,038
Płynność	Płynność bieżąca	112,00	146,00	0,070
	Płynność szybka	124,43	145,01	0,272
	Płynność podwyższona	128,43	144,69	0,386
Zadłużenie	Wskaźnik pokrycia długu	105,14	146,54	0,027
	Stopa zadłużenia	146,14	143,29	0,879
	Obsługa zadłużenia	129,52	144,61	0,421

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Notoria Online.

W Tabeli 3 zaprezentowano wyniki analizy dla 2020 roku. W grupie wskaźników rentowności można zauważyć, że w przypadku marży zysku netto, nie ma istotnie statystycznych różnic między SOEs i przedsiębiorstwami prywatnymi. Natomiast w przypadku wskaźników ROE oraz ROA wyniki wskazały na istnienie istotnych statystycznie różnic między spółkami prywatnymi i SOEs. Dane dotyczące średnich rang wskazują, że SOEs w 2020 roku osiągnęły niższe wartości tych wskaźników niż spółki prywatne.

Wyniki dla grupy wskaźników płynności wskazują natomiast, że żaden z badanych wskaźników nie ma istotnie statystycznych różnic między SOEs i przedsiębiorstwami prywatnymi. Takie wyniki mogą być skutkiem dużej pomocy finansowej państwa (np. w formie tarcz finansowych, które zostały zaimplementowane w gospodarce w 2020 roku) dla wielu przedsiębiorstw, co pozwoliło im zachować podobny poziom płynności.

W przypadku grupy wskaźników zadłużenia, wartości średnich rang pokazują, że wskaźnik pokrycia długu majątkiem trwałym przyjmuje większe wartości w przypadku spółek prywatnych niż w przypadku SOEs, a różnica ta okazała się istotna statystycznie. W przypadku

wskaźnika stopy zadłużenia oraz obsługi zadłużenia wykonany test wskazał na brak istotnie statystycznych różnic pomiędzy SOEs a przedsiębiorstwami prywatnymi.

Wyniki analizy dla 2020 roku pozwalają na częściowo pozytywną weryfikację H2. SOEs osiągnęły niższe wartości w dwóch z trzech wskaźników rentowności oraz miały niższy wskaźnik pokrycia długu majątkiem trwałym. Powodem takiej sytuacji, może być wykorzystywanie SOEs do ograniczenia kosztów gospodarczych lub społecznych recesji gospodarczych, np. spółka PKN Orlen S.A. w swoim raporcie rocznym wskazuje, że przekazała na walkę z pandemią COVID-19 100 mln zł (Orlen 2020).

Podsumowanie

Wyniki analizy pokazały, że w roku 2019, w którym kontynuowany był rozwój gospodarczy, różnice między SOEs i spółkami prywatnymi pod względem rentowności, zadłużenia oraz płynności nie były istotne statystycznie. Prawdopodobnie może to być wynikiem poprawy zarządzania polskich SOEs, lub wynikać z tego, że analizowane SOEs należą do największych przedsiębiorstw w gospodarce i działają w dość mocno regulowanych branżach, w których mają silną pozycję rynkową.

Sytuacja zmieniła się natomiast w 2020 roku, czyli w roku wystąpienia spadku aktywności gospodarczej w Polsce. Badanie wskazało na gorsze wyniki SOEs, w dwóch z trzech wskaźników rentowności (ROA oraz ROE). Analiza pokazała także, że SOEs miały istotnie niższy wskaźnik pokrycia długu majątkiem trwałym. Oznacza to, że spadek aktywności gospodarczej w 2020 roku wpłynął bardziej negatywnie na wyniki ekonomiczne SOEs niż przedsiębiorstw prywatnych. Prawdopodobną przyczyną tej sytuacji, jest wykorzystywanie SOEs w sytuacjach spowolnienia gospodarczego jako instrumentu polityki rządu zmniejszającego koszty społeczne lub w ramach antycyklicznej polityki gospodarczej. Utrzymywanie większego zatrudnienia, ograniczanie marż lub zwiększenie inwestycji może determinować bieżące wyniki ekonomiczne tych przedsiębiorstw.

Analiza była prowadzona na podstawie dość małej liczbie przedsiębiorstw, dlatego może to utrudnić uogólnienie wyników. Dalsze badania powinny skupiać się na większej ilości analizowanych GPW, co przełoży się również na większą liczbę podmiotów i dokładniejsze analizy w obszarze wyników ekonomicznych SOEs oraz spółek prywatnych. Szczególnie analizowane i porównywane powinny być okresy wzrostu i recesji gospodarczych, ponieważ takie analizy są w stanie zobrazować, w jakim stopniu SOEs mogą być wykorzystywane jako narzędzia polityki gospodarczej.

Bibliografia

Abramov, A., Radygin, A., Entov, R., Chernova, M. (2017). State ownership and efficiency characteristics. *Russian Journal of Economics*, 3(2), 129–157. <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.06.002>

Bałtowski, M., Kwiatkowski, G. (2018). *Przedsiębiorstwa państwowe we współczesnej gospodarce*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Bognetti, G. (2020). History of Western State-Owned Enterprises: From the Industrial Revolution to the age of globalization. W L. Bernier, M. Florio, P. Bance (red.), *The Routledge Handbook of State-Owned Enterprises* (s. 25–44). Routledge.

Bortolotti, B., Faccio M. (2004) Reluctant Privatization, *Fondazione Eni Enrico Mattei*, Working Paper No. 2004.130.

Böwer, U. (2017). *State-owned enterprises in emerging Europe: The good, the bad, and the ugly*. Pobrano z IMF Library website: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2017/221/article-A001-en.xml>, <https://doi.org/10.5089/9781484315163.001>

Chang, H–J. (2007). State Owned Enterprise Reform. Report for UN Department for Economic and Social Affairs.

Clò, S., Di Giulio, M., Sorrentino, M., Galanti, M. T. (2016). Italian state-owned enterprises after decades of reforms: Still public? *Italian state-owned enterprises after decades of reforms: still public?* 11-49.

Flores–Macias, F., Musacchio, A. (2009). The Return of State–Owned Enterprises. *Harvard International Review*, April.

Florio, M. (2014). The return of public enterprise, Working Papers, *Centre for Industrial Studies (CSIL)*. <http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.1.3465.3204>

Kabaciński, B., Kubiak, J., Szarzec, K. (2020). Do state–owned enterprises underperform compared to privately owned companies? An examination of the largest polish enterprises. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(13), 3174–3192. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1707653>

Kornai, J., Maskin, E., Roland, G. (2003). Understanding the Soft Budget Constraint. *Journal of Economic Literature*, t. 41, 4, 1095–1136.

Kwiatkowski, G., Augustynowicz, P. (2015). State–owned enterprises in the global economy–analysis based on Fortune Global 500 list. *In Joint International Conference, Technology, Innovation and Industrial management*. <http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-13-0/papers/ML15-353.pdf>

Lazzarini, S.G., Musacchio, A. (2018). State ownership reinvented? Explaining performance differences between state-owned and private firms. *Corporate Governance: An International Review*, 26(4), 255–272. <https://doi.org/10.1111/corg.12239>

Majumdar, S.K. (1998). Assessing comparative efficiency of the state–owned mixed and private sectors in Indian industry. *Public choice*, 96(1), 1–24. <https://doi.org/10.1023/A:1004941023587>

Meggison, W. L., Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of economic literature*, 39(2), 321–389. <https://doi.org/10.1257/jel.39.2.321>

Mühlenkamp, H. (2015). From state to market revisited: A reassessment of the empirical evidence on the efficiency of public (and privately-owned) enterprises. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 86(4), 535–557. <https://doi.org/10.1111/apce.12092>

OECD (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2015 Edition, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/9789264244160-en>

Orlen (2020). *Raport Zintegrowany 2020*. Pobrano z Orlen website: <https://raportzintegrowany2020.orlen.pl/uploads/orlen-raport-zintegrowany-2020-en.pdf>

Phi, N.T.M., Taghizadeh-Hesary, F., Tu, C.A., Yoshino, N., Kim, C.J. (2021). Performance differential between private and state-owned enterprises: an analysis of profitability and solvency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(14), 3913–3928. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1809375>

Postuła, I. (2015). Problem agencji w relacji członkowie zarządów–Skarb Państwa. *Zarządzanie i Finanse*, nr 1, 199–219.

Szarzec, K., Nowara, W., Żurek, M. (2017). Forma własności a wyniki ekonomiczne największych przedsiębiorstw krajów Europy Środkowo–Wschodniej. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 289(3), 89–114. <https://doi.org/10.33119/GN/100746>

Szczecińska, M. (2018). Porównanie spółek wybranego sektora notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis, Oeconomica 2018*, 342(90)1, 59–70. <https://doi.org/10.21005/oe.2018.90.1.06>

Wilczyńska, M. (2018). Analiza wskaźnikowa jako narzędzie wykorzystywane do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 2/2018 (92)*, 185–194. <https://doi.org/10.18276/frfu.2018.92-16>

Wolf, C., Pollitt, M. (2009). The Welfare Implications of Oil Privatization: A Cost–Benefit Analysis of Norway’s Statoil. *EPRG Working Paper REPRGO0905 and Cambridge Working Paper in Economics 410912*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1260280>

Zaleska, M. (2012). *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*. Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie