



Dr hab. Piotr Urbanek, prof. UŁ
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej
Uniwersytet Łódzki

Łódź, 31.03.2021

Recenzja

rozprawy doktorskiej Krzysztofa Krzywdzińskiego

pt. „Własność państwowa i jej implikacje dla akcjonariuszy spółek energetycznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie”
napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Magdaleny Jerzemowskiej

Podstawę formalną do sporządzenia recenzji pracy rozprawy doktorskiej Krzysztofa Krzywdzińskiego pt. „Własność państwowa i jej implikacje dla akcjonariuszy spółek energetycznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie” stanowi pismo z dnia 21 stycznia 2021 roku, Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomia i finanse Uniwersytetu Gdańskiego, dra. hab. Przemysława Borkowskiego, prof. UG.

I. Określenie trafności podjętej problematyki badawczej i jej oryginalności

Rozprawa doktorska Krzysztofa Krzywdzińskiego jest ambitnym przedsięwzięciem badawczym, łączącym w sobie dwa wiodące wątki: mechanizmy nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych oraz polityka energetyczna w Unii Europejskiej i w Polsce. Walory poznawcze tej problematyki związane są z podejmowanymi od wielu lat badaniami mającymi na celu ocenę efektywności mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Nowym i niezwykle istotnym aspektem, który został ujęty w rozprawie jest konieczność uwzględnienia w instytucjonalnej architekturze nadzorczej kwestii związanych ze szczególną rolą, którą w każdej gospodarce narodowej pełnią przedsiębiorstwa sektora energetycznego. Rozwiązanie stosowane w Polsce polega na utrzymaniu znaczącej pozycji państwa, jako większościowego lub znaczącego akcjonariusza największych spółek sektora energetycznego. Prowadzi to do dualizmu roli państwa, które z jednej strony jest kreatorem instrumentów tworzących ład instytucjonalny w obszarze nadzoru nad działalnością spółek energetycznych, z drugiej strony jest odpowiedzialne za skuteczną implementację tych instrumentów jako właściciel tych spółek. Taka sytuacja rodzi pytanie o efektywność standardów nadzoru stosowanych w publicznych przedsiębiorstwach sektora energetycznego w Polsce.

Samo pojęcie efektywności nadzoru korporacyjnego może być definiowane z różnych perspektyw. Doktorant w swoich badaniach przyjął i konsekwentnie stosuje podejście, zgodnie z którym nadrzędnym kryterium służącym do oceny nadzoru korporacyjnego jest ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Wybór takiej perspektywy jest uzasadniony biorąc pod uwagę występujący w Polsce zamknięty systemem kontroli nad spółkami, który charakteryzuje się wysoką koncentracją własności. Odpowiedź na pytanie o to jaka jest efektywność procedur nadzoru nad spółkami sektora elektroenergetycznego w Polsce jest wiodącym motywem rozważań prowadzonych w rozprawie doktorskiej.

Należy podkreślić, że wyniki badań przedstawionych w rozprawie oprócz walorów poznawczych zawierają również istotne walory normatywne. Doktorant oprócz diagnozy istniejących standardów nadzorczych podjął próbę sformułowania rekomendacji, co do postulowanych kierunków zmian w tych standardach. Podstawą do rekomendacji były

rozwiązania instytucjonalne stosowane w kilku krajach europejskich. W tym kontekście można stwierdzić, że wnioski zawarte w rozprawie mogą być interesujące dla praktyki gospodarczej, dla członków zarządów i rad nadzorczych spółek sektora elektroenergetycznego oraz dla instytucji odpowiedzialnych na nadzór nad przedsiębiorstwami publicznymi.

Reasumując, uważam, że podjęta w dysertacji doktorskiej problematyka badawcza jest ważna, aktualna i interesująca oraz niewystarczająco poznana i opisana. W tym kontekście można stwierdzić, że rozważania przedstawione w rozprawie, w tym zwłaszcza te o charakterze normatywnym wypełniają lukę badawczą, która występuje w polskiej literaturze przedmiotu.

II. Poprawność formułowania celu i hipotez badawczych, zastosowane metody badawcze

Przyjęta konstrukcja metodologiczna (cel, hipotezy badawcze, układ rozprawy) wiążą ze sobą w sposób logiczny rozważania teoretyczne oraz część empiryczną. Podstawowym celem rozprawy jest **analiza wpływu państwowej formy własności na interesy akcjonariuszy mniejszościowych polskich spółek z sektora elektroenergetycznego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (s. 8)**. Cel główny został uszczegółowiony w formie pięciu celów cząstkowych.

Realizacja celu rozprawy polegała na weryfikacji czterech hipotez badawczych:

H1: Polityka energetyczna państwa nie sprzyja maksymalizacji interesów akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ ukierunkowana jest na realizację interesów politycznych rządu.

H2: Dokonane zmiany w nadzorze właścicielskim nad spółkami sektora elektroenergetycznego spowodowały jego pogorszenie oraz negatywnie wpłynęły na kondycję finansową i wartość giełdową badanych spółek.

H3: Państwo jako właściciel większościowy lub znaczący badanych spółek elektroenergetycznych nie respektuje interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

H4: Polski nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami publicznymi może zostać udoskonalony poprzez adaptowanie najlepszych rozwiązań stosowanych przez analizowane, wybrane kraje oraz implementację międzynarodowych regulacji nadzoru właścicielskiego.

Oceniając cel główny rozprawy i cele cząstkowe należy stwierdzić, że oddają one zasadniczy wątek prowadzonych rozważań zarówno w warstwie teoretycznej jak i empirycznej. Może tylko termin „analiza” należałoby zastąpić terminem „ocena”. Analiza nie jest celem, tylko metodą służącą do realizacji celu. Trzy pierwsze hipotezy badawcze zostały sformułowane w sposób, który umożliwia dokonanie ich pozytywnej weryfikacji lub odrzucenia. Hipoteza pierwsza i trzecia zająbiają się, ponieważ odnoszą się one do oceny tego samego zjawiska, tylko ujętego z różnych perspektyw. Niezręczne jest sformułowanie użyte w pierwszej hipotezie: „maksymalizacja interesów akcjonariuszy mniejszościowych”. Interesów nie można maksymalizować, można je chronić lub dążyć do ich realizacji. Wątpliwości budzi hipoteza czwarta. Ma ona charakter postulatywny, a samo twierdzenie o pozytywnym wpływie adaptacji rozwiązań z obszaru nadzoru właścicielskiego stosowanych w innych krajach wymagałoby dodatkowej weryfikacji. Implementacja „nowych” i „obcych” rozwiązań do istniejącego środowiska instytucjonalnego często napotyka na opór ze strony „starych” i „własnych” instytucji, co przekłada się na niższą skuteczność tworzonego w taki sposób ładu instytucjonalnego. Oczywiście nie można negować potrzeby sięgania do sprawdzonych w innych krajach rozwiązań legislacyjnych, ale tego rodzaju postulat nie powinien być ujęty w formie kategorycznie sformułowanej hipotezy badawczej, ze względu na brak możliwości jej jednoznacznej weryfikacji.

W pracy zostały zastosowane różnorodne metody badawcze. W części teoretycznej jest to krytyczna analiza piśmiennictwa. W rozdziałach drugim i trzecim Doktorant bazuje na analizie aktów normatywnych regulujących kwestie związane z nadzorem nad spółkami oraz polityką energetyczną. Punktem wyjścia do badań empirycznych, których wyniki zostały przedstawione w dwóch ostatnich rozdziałach jest analiza dokumentów źródłowych z badanych spółek. Na tej podstawie prowadzona jest analiza ekonomiczna oraz analiza regresji. Zastosowane w rozprawie metody badawcze są adekwatne do realizacji przyjętego celu badawczego.

III. Prawidłowość układu i struktury podziału rozdziałów oraz ocena strony merytorycznej rozprawy

Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska obejmuje 384 stron, z czego tekst zasadniczy liczy 336 stron. Przyjmując typowy format, objętość rośnie do około 600 stron. Na treść rozprawy składają się: wstęp, pięć rozdziałów, zakończenie, 10 załączników, bibliografia, spis załączników, tabel, rysunków, wykresów i schematów oraz streszczenia w języku polskim i angielskim.

Treść recenzowanej pracy odpowiada jej tytułowi. Ogólna struktura rozprawy jest prawidłowa. Poszczególne rozdziały są ze sobą powiązane w logiczny sposób i występują we właściwej kolejności. Pierwszy rozdział zawiera krytyczną reasumpeję literatury poświęconej problematyce nadzoru korporacyjnego, z uwzględnieniem standardów stosowanych w przedsiębiorstwach publicznych. Dwa kolejne rozdziały poświęcono rozważaniom pokazującym regulacyjne aspekty poruszanych w rozprawie wątków badawczych. W rozdziale drugim dotyczy to regulacji z obszaru nadzoru właścicielskiego, w rozdziale trzecim polityki energetycznej. Dwa ostatnie rozdziały mają charakter empiryczny, chociaż duże fragmenty tych rozdziałów poświęcone są prezentacji teoretycznych aspektów prowadzonych analiz. W rozdziałach tych przedstawiono wyniki badań prowadzonych w czterech przedsiębiorstwach publicznych sektora elektroenergetycznego w Polsce, których akcje są notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Wstęp zawiera wymagane w pracy naukowej elementy: uzasadnienie wyboru tematu, cel pracy, hipotezy badawcze, zastosowane metody badawcze oraz charakterystykę każdego z rozdziałów. Już we wstępie można zauważyć pewną cechę narracji prowadzonej przez Doktoranta, która polega na bardzo szczegółowym ilustrowaniu prezentowanych treści danymi faktograficznymi lub statystycznymi. Świadczy to o jego dociekliwości i rzetelności naukowej, ale zarazem czasami utrudnia lekturę, zwłaszcza tych fragmentów rozprawy, w których należałoby dążyć do syntetycznego przedstawienia kluczowych kwestii. Przykładem takiego podejścia są początkowe akapity wstępu (prawie 3 strony tekstu) przedstawiające szczegółowy wykaz spółek, w których Skarb Państwa posiada znaczące udziały. Służy to pokazaniu roli jaką państwo i agendy rządowe pełnią w procesach nadzoru nad działalnością spółek. W ten sposób Doktorant uzasadnia celowość podjęcia badań w tym obszarze. Ten sam cel mógłby zostać osiągnięty za pomocą bardziej syntetycznego przekazu.

Rozdział pierwszy został poświęcony prezentacji jednej z dwóch kluczowych koncepcji z punktu widzenia tematu rozprawy, którą jest nadzór korporacyjny. Biorąc pod uwagę to, że w części empirycznej badania są prowadzone na próbie czterech przedsiębiorstw, w których znaczące udziały ma Skarb Państwa, bardzo istotne było zdefiniowanie koncepcji „nadzór korporacyjny” i „nadzór właścicielski”. W tym kontekście dyskusyjne wydaje się przyjęcie, że ten pierwszy termin odnosi się do kwestii związanych z czynnościami mającymi na celu przynoszenie korzyści interesariuszom, a drugi termin dotyczy tylko nadzoru sprawowanego przez właściciela lub grupę właścicieli, czyli odnosi się do

dominacji interesów właścicieli spółki (s. 16). Taka właśnie sytuacja występuje w przypadku nadzoru nad spółkami Skarbu Państwa. Koncepcje te są szeroko opisywane w literaturze, także w pozycjach przywoływanych w rozprawie oraz w przedstawionych wcześniej definicjach i ich autorskie ujęcie nie oddaje istoty występujących między nimi różnic. Moim zdaniem w celu uniknięcia zawirowań terminologicznych, które są widoczne między innymi w tytułach podrozdziałów rozprawy, bezpieczniejsze byłoby przyjęcie jednego terminu „nadzór korporacyjny”.

W rozdziale pierwszy po raz kolejny pojawia się inklinacja Doktoranta, polegają na dążeniu do sięgania do odległych w czasie i przestrzeni korzeni opisywanych procesów. Przykładem są bardzo rozbudowane rozważania na temat wielkich odkryć geograficznych, rewolucji przemysłowej, globalizacji. Oczywiście są one związane z szeroko rozumianą tematyką pracy. Biorąc jednak pod uwagę fakt, iż interesują nas przede wszystkim kwestie nadzoru nad przedsiębiorstwami publicznymi w sektorze energetycznym, wydają się zbędne. Należy jednak również podkreślić, że w wielu miejscach prowadzone rozważania są ilustrowane bogatym materiałem empirycznym, co istotnie wzmacnia walory poznawcze prezentowanych zagadnień.

Bardzo ważny jest fragment rozdziału poświęcony systemom nadzoru korporacyjnego. Typologia określana przez Doktoranta terminami „model anglo-amerykański” (lub anglosaski) i „model kontynentalno-japoński” jest najczęściej traktowana jako nadrzędna. Różnice między tymi modelami wynikają z różnych cech charakteryzujących architekturę instytucjonalną tych modeli, takich jak struktura własności, model organów władzy spółki, rola rynku kapitałowego, udział pracowników w organach nadzorczych, rola banków itp. Przy opisie tych cech pojawiło się kilka nieścisłości terminologicznych wynikających z braku precyzji w opisie modeli. W systemie wewnętrznym główną rolę odgrywają rady spółek, a nie tylko rady dyrektorów (s. 21). Twierdzenie, iż „zadaniem rady nadzorczej ... powinno być dbanie o to, aby wynagrodzenie zarządców pozostawało w rozsądnej relacji do nakładu pracy, kwalifikacji i doświadczenia menadżerów oraz osiągniętych przez nich efektów” znacząco zawęża zadania tego organu władzy spółki. Idąc dalej tropem przedstawionej typologii, komitety rady są mechanizmem kontrolny w systemie wewnętrznym (s. 22). Zamiennie są używane pojęcia: systemy, modele, struktury nadzoru korporacyjnego, lub na przykład dwupoziomowa i dwuwarstwowa struktura. Model nordycki występuje obok modelu anglo-amerykańskiego i kontynentalnego; w innym miejscu Doktorant używa terminów „jednopoziomowa”, „dwupoziomowa” oraz „nordycka” struktura nadzoru korporacyjnego. Z opisu zawartego w tabeli 3 wynika, że „struktura nordycka” nie jest jakościowo innym modelem organów władzy spółki, ponieważ najważniejsze jej cechy wyraźnie ją pozycjonują w modelu jednopoziomowym. Brak precyzyjnych definicji tych ważnych pojęć wprowadza niejednoznaczność terminologiczną.

Celne są uwagi wskazujące, z jednej strony na występowanie zjawiska konwergencji systemów nadzoru korporacyjnego w różnych krajach, ze wskazaniem ich przyczyn. Z drugiej strony Autor podkreśla rolę czynników narodowych, w tym szeroko rozumianej kultury korporacyjnej, które uniemożliwiają całkowite ujednoczenie tych systemów. Efektem działania tych dwóch przeciwstawnych sił jest zjawisko hybrydyzacji modeli nadzoru korporacyjnego. W kolejnym fragmencie rozdziału Doktorant precyzuje ważne z punktu widzenia tematyki pracy pojęcie przedsiębiorstwa publicznego, a także opisuje modele nadzoru właścicielskiego nad takimi przedsiębiorstwami. Przedstawiona typologia jest wielokrotnie przywoływana w dalszych rozdziałach.

Ważną częścią rozdziału pierwszego są rozważania na temat teorii nadzoru korporacyjnego. Spośród licznych teorii Doktorant wybrał trzy: teorię agencji, teorię praw własności oraz teorię interesariuszy, uzasadniając wybór tym, że są one szczególnie istotne dla

pokazania wpływu własności publicznej na model nadzoru korporacyjnego w spółkach Skarbu Państwa. Prezentując każdą z tych teorii Doktorant w umiejętny sposób nawiązuje do przyjętej perspektywy badawczej, co oczywiście uzasadnia celowość takich rozważań. W opisie teorii agencji i związanej z nią koncepcji maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, został zawarty istotny aspekt, kluczowy z punktu widzenia tematyki pracy. Chodzi o fragment poświęcony konfliktom interesów między akcjonariuszem większościowym i akcjonariuszami mniejszościowymi. Zostało to zilustrowane relacjami występującym na styku państwo jako właściciel większościowego pakietu akcji w przedsiębiorstwach publicznych a inne grupy interesów. Można jednak sformułować pewne uwagi polemiczne, zwłaszcza w odniesieniu do teorii agencji. Niezrozumiała jest końcowa konkluzja zawarta w tym fragmencie: „teoria agencji rozpatrywana w aspekcie przedsiębiorstw publicznych ma istotne słabości” (s. 41). Przedstawione rozważania wskazują na coś przeciwnego. Konflikt interesów w tego rodzaju podmiotach może być również wyjaśniony na gruncie teorii agencji. Podobnie fragment podsumowania: „Akcjonariusze mniejszościowi nie mogą liczyć na wsparcie rad nadzorczych ani zarządów badanych spółek, gdyż nie mają żadnego wpływu na ich wybór” (s. 48), odnosi się wniosków, które można sformułować na podstawie przeprowadzanych badań, a nie rozważań o charakterze teoretycznym.

Rozdział pierwszy kończą rozważania na temat ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. Ten fragment jest napisany w sposób nieuporządkowany. Doktorant sięga do różnych regulacji prawnych, relacjonuje wybrane zapisy, przechodzi do innych aktów prawnych lub regulacji środowiskowych, powraca do wcześniej prezentowanych. Brakuje syntetycznego przedstawienia wniosków, które wynikają z tego w jaki sposób ta kwestia jest ujmowana w różnych dokumentach legislacyjnych. Przede wszystkim jednak brakuje jednoznacznej autorskiej deklaracji, co należy rozumieć pod pojęciem „interesy akcjonariuszy mniejszościowych”. Jest ono kluczowe, biorąc pod uwagę prowadzone dalej analizy empiryczne. Pojawiające się w różnych miejscach rozprawy sformułowania (np. „badane spółki, a więc ich akcjonariusze, wzbogaciły się o miliardy złotych; s. 330), są nieprecyzyjne i brakuje im rygoru naukowego.

W **rozdziale drugi** kontynuowane są rozważania na temat mechanizmów nadzoru właścicielskiego (i korporacyjnego), ale z perspektywy rozwiązań legislacyjnych. W części poświęconej regulacjom międzynarodowym bardzo szczegółowo są prezentowane wybrane rozwiązania legislacyjne (np. OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises), pojawiają się wątki uboczne z punktu widzenia tematyki rozprawy (np. opis procedur legislacyjnych w Unii Europejskiej), jest szczegółowy wykaz unijnych inicjatyw legislacyjnych. Niestety brakuje syntetycznego ujęcia najważniejszych wniosków, jeśli chodzi o wpływ tych regulacji na procedury nadzorcze stosowane w przedsiębiorstwach publicznych.

W następnym fragmencie rozdziału Doktorant rozwija regulacyjny wątek rozważań, prezentując rozwiązania legislacyjne z obszaru nadzoru właścicielskiego (i korporacyjnego) dla Polski i czterech krajów UE. W części poświęconej polskim regulacjom po raz kolejny pojawia się rys historyczny, tym razem sięgający czasów zaborów, Księstwa Warszawskiego, Królestwa Kongresowego itp. Świadczy to o docieklivosti badawczej, ale z punktu widzenia celu rozprawy jest zupełnie zbyteczne. Podobną uwagę można sformułować pod adresem szczegółowego opisu procesów prywatyzacji w Polsce. Kwestia, która jest ważna z punktu widzenia oceny instytucjonalnych rozwiązań nadzoru korporacyjnego została skwitowana krótkim akapitem na s. 74. Fragment opisujący nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwa publicznymi w Polsce zaczyna się od prezentacji kodeksu nadzoru korporacyjnego, który dotyczy spółek publicznych. Ujednolicenie terminologii, co było wskazywane wyżej, zapobiegłoby tego rodzaju wątpliwościom.

W następnym fragmencie rozdziału uwaga jest już skierowana na przedsiębiorstwa publiczne. Doktorant kompleksowo charakteryzuje najważniejsze regulacje „twarde” odnoszące się do standardów nadzorczych stosowanych dla tego rodzaju jednostek. Wyjaśnia źródła jednej z najważniejszych przyczyn słabości tych standardów, którym upolitycznienie procedur doboru osób zasiadających w organach władzy spółek. Ten fragment rozdziału kończy bardzo rozbudowana analiza pokazująca liczbę przedsiębiorstw z udziałem Skarbu Państwa, ich alokację między ministerstwa, wartość udziałów państwa, wartość portfela akcji największych inwestorów na GPW, zmiany wyceny rynkowej spółek Skarbu Państwa. Jeszcze raz Doktorant wykazał się niezwyklej dociekliwością badawczą, ale wysiłek włożony w opracowanie tego fragmentu pracy nie wniósł znaczącej wartości dodanej do podrozdziału poświęconego nadzorowi właścicielskiemu.

Kolejne podrozdziały rozprawy poświęcone są prezentacji regulacji nadzoru właścicielskiego w Niemczech, Wielkiej Brytanii, Francji i Szwecji. Jest to ważny i konsekwentnie napisany fragment rozprawy. Dla każdego z krajów zostały przedstawione najważniejsze standardy nadzoru korporacyjnego i nadzoru właścicielskiego wynikające z regulacji prawnych i regulacji środowiskowych kierowanych do spółek publicznych, oraz w przypadku Niemiec, Szwecji dodatkowych regulacji dedykowanych dla przedsiębiorstw publicznych, dla Francji organów odpowiedzialnych za nadzór na takimi przedsiębiorstwami. Podobnie jak w innych miejscach rozprawy Doktorant obok zasadniczego wątku – regulacje nadzoru właścicielskiego – porusza również nieco uboczne kwestie związane z prezentacją szczegółowych danych empirycznych (zwłaszcza dla Szwecji i Francji) na temat wyników finansowych i struktury właścicielskiej przedsiębiorstw publicznych. Atutem tego fragmentu rozprawy jest przedstawienie syntetycznych wniosków pokazujących podobieństwa i różnice instytucjonalnych rozwiązań stosowanych w opisywanych krajach. Na tej podstawie zostaje wskazany typ modelu nadzoru nad przedsiębiorstwami publicznymi w krajach, w których państwo ma znaczące udziały oraz to, jak nadzór nad przedsiębiorstwami sektora energetycznego powinien być prowadzony w sytuacji braku własności publicznej w tym sektorze. Wnioski wynikające z tych rozważań są punktem wyjścia do sformułowania w dalszej części rozprawy propozycji modyfikacji standardów nadzorczych w Polsce.

Rozdział trzeci rozprawy porusza drugi z dwóch wiodących wątków, którym jest polityka energetyczna Unii Europejskiej i wybranych krajów. Doktorant szczegółowo prezentuje najważniejsze inicjatywy legislacyjne oraz akty prawne, które tworzą zręby polityki energetycznej, a także przedstawia charakterystykę rynku energetycznego i elektroenergetycznego w Unii Europejskiej i badanych krajach. Istotną kwestią z punktu widzenia analiz prowadzonych w części empirycznej rozprawy jest opis mechanizmów wsparcia dla producentów energii elektrycznej.

Prezentując regulacje polityki energetycznej w badanych krajach Doktorant wskazuje wspólne cele tej polityki, których istota sprowadza się do postulatu „transformacji energetycznej”. Realizacja tej polityki jest prowadzona za pomocą dwóch podejść. Pierwsze polega na bezpośrednim wykorzystywaniu instrumentów nadzoru właścicielskiego w stosunku do najważniejszych przedsiębiorstw sektora elektroenergetycznego (Polska, Szwecja, Francja). Drugie oznacza, że przedsiębiorstwa są nadzorowane w sposób pośredni tak jak inne jednostki prowadzące działalność gospodarczą, za pomocą instrumentów nadzorczych zawartych w prawie spółek i regulacjach środowiskowych. Jednocześnie są stosowane specjalne mechanizmy regulacyjno-prawne dedykowane dla podmiotów sektora elektroenergetycznego umożliwiające realizację polityki energetycznej państwa.

W rozdziale trzecim brakuje syntetycznego podsumowania pokazującego po pierwsze implikacje polityki energetycznej Unii Europejskiej dla rozwiązań instytucjonalnych

stosowanych w badanych krajach, a także występujące w nich w różnicę w polityce energetycznej.

Rozdział czwarty rozprawy zawiera wyniki badań własnych na temat sytuacji finansowej spółek sektora elektroenergetycznego w Polsce. Doktorant trafnie diagnozuje słabości filarów, na których opiera się polityka energetyczna. Jak wskazują rezultaty badań ma to istotne implikacje dla wyników finansowych przedsiębiorstw i w konsekwencji korzyści osiągniętych przez akcjonariuszy mniejszościowych. Szczególne znaczenia ma założenie, iż własne zasoby węgla są najważniejszym gwarantem bezpieczeństwa energetycznego kraju. Duży udział węgla w produkcji energii elektrycznej przekłada się na wzrost kosztów ponoszonych przez spółki, przede wszystkim na skutek wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂.

Doktorant podjął próbę oceny wpływu wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂ na kształtowanie się cen rynkowych akcji badanych spółek. Ten fragment rozprawy budzi pewne wątpliwości. Zastosowany został model regresji liniowej, w którym zmienną objaśniającą jest cena praw do emisji CO₂, zmienną objaśnianą cena rynkowa akcji. Estymacja parametrów modelu została przeprowadzona za pomocą metody MNK, na próbie liczącej 36 miesięcznych obserwacji, osobno dla każdej ze spółek. Sposób prezentacji wyników jest mało czytelny. Znacznie więcej miejsca poświęcono na opis zastosowanej metodologii, niż na ekonomiczną interpretację otrzymanych parametrów statystycznych. Największe zastrzeżenia budzi jednak przyjęcie założenia, że korelacja musi oznaczać przyczynowość. W przypadku ceny rynkowej akcji, jej zmienność jest determinowana przez wiele innych czynników, które powinny być ujęte w modelu w formie dodatkowych zmiennych objaśniających, na przykład indeksów giełdowych. Na stronie 234 została przedstawiona lista przyczyn, które powodują spadek cen rynkowych akcji analizowanych spółek. Trudno zatem zgodzić się z jednoznaczną konstatacją, iż: „wysokie wartości współczynnika determinacji r^2 wynikają z coraz większych kosztów działalności badanych spółek związanych z zakupem praw do emisji CO₂ celem ich umorzenia” (s. 210). Jak w tym kontekście można wyjaśnić fakt podobnych tendencji zmiany cen akcji niemieckich spółek, mimo nie występowania wielu z czynników wymienionych przez Doktoranta?

Kolejny fragment rozprawy jest poświęcony prezentacji wyników oceny sytuacji finansowej badanych spółek. Konfrontacja części wskaźników obliczonych dla polskich spółek ze wskaźnikami dla europejskich spółek energetycznych podnosi walory poznawcze tej analizy. Najbardziej wartościową częścią analizy finansowej jest fragment przedstawiający rentowność poszczególnych segmentów działalności badanych spółek. Wyniki tego badania pokazują po raz kolejny, gdzie leżą przyczyny pogarszających się wyników finansowych spółek. Duży udział segmentów konwencjonalnych „wytwarzanie” i „wydobycie” w całkowitych aktywach, nakładach inwestycyjnych oraz generowaniu przychodów spółek przynosi niższe stopy zwrotu, co wynika bezpośrednio z jednego z celów polityki energetycznej polegającego na dekarbonizacji gospodarek unijnych.

Pewne wątpliwości budzi kolejny podrozdział zatytułowany „Ryzyko w działalności gospodarczej badanych spółek”. Ponownie Doktorant przedstawia obszerne wprowadzenie do tej problematyki powołując się metodykę zarządzania ryzykiem zamieszczoną w dokumentach międzynarodowych organizacji oraz na unijne i krajowe regulacje prawne. Nie ma natomiast żadnej wzmianki na temat ryzyk, na które są narażone badane spółki. Opisany został tylko stosowany w nich system i procedury zarządzania ryzykiem. Wniosek, że ten system należy uznać za prawidłowy, za wyjątkiem ryzyka związanego w otoczeniu regulacyjno-prawnym, które stanowi ryzyko strategiczne, należy uznać za niezadawalającą (s. 265).

Rozdział piąty jest najbardziej wartościową częścią rozprawy. Rozdział rozpoczyna ocena regulacji dotyczących OZE i ich wpływu na interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Pewne wątpliwości budzi przyjęta w tym fragmencie domyślna definicja interesów akcjonariuszy mniejszościowych: „to co jest korzystne dla badanych spółek, jest również korzystne dla ich akcjonariuszy”. Chaos prawny, który towarzyszył wielu z opisywanych zmian legislacyjny może oczywiście generować krótkoterminowe korzyści finansowe dla spółek sektora elektroenergetycznego. W dłuższym horyzoncie czasowym tworzy to jednak atmosferę niepewności, co nie sprzyja realizacji długoterminowych strategii rozwojowych. Opisując tzw. „ustawę wiatrakową” Doktorant sformułował dziwny wniosek: „Powrót do „starej” wersji opodatkowania podatkiem od nieruchomości farm wiatrowych od 2018 roku to działanie dobre dla rynku energii w Polsce oraz dobre dla Polski jako kraju o stabilnej, dobrej dla inwestorów polityce podatkowej, dobre też dla wszystkich akcjonariuszy analizowanych spółek” (s. 274). Opis zmian tej ustawy, a także innych aktów prawnych i ich skutków dla spółek i inwestorów jest zaprzeczeniem tego twierdzenia.

Podrozdział 5.2 rozpoczyna się od przedstawienia zapisów Kodeksu Spółek Handlowych oraz kodeksu „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”, odnoszących się do Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Ponieważ dalsze fragmenty są poświęcone rad nadzorczym i zarządom, ten fragment jest niepotrzebny. Interesujące są oceny zapisów statutowych określających tryb powoływania członków rad nadzorczych. Wynika z nich, że pozycja Skarbu Państwa jako większościowego lub znaczącego akcjonariusza przekłada się na możliwość wpływania na skład tego organu, w tym również na wybór przewodniczącego. W tym kontekście istotne jest wskazanie, jak tego rodzaju uprzywilejowane uprawnienia przekładają się na skład oraz kwalifikacje i doświadczenie zawodowe osób zasiadających w radach nadzorczych. Zarówno wykształcenie członków rad nadzorczych, jak ich doświadczenia zawodowe rodzą wątpliwości, co do stosowanych kryteriów wyboru. Szkoda, że ta analiza nie została pogłębiona przez wskazanie, których członków powoływał Skarb Państwa. Istotnym czynnikiem wpływającym na pogorszenie jakości funkcji nadzorczych jest duża rotacja osób zasiadających w radach nadzorczych. Doktorant słusznie podkreśla polityczne lub biurokratyczny tryb powoływania członków rad nadzorczych. Zarazem dyskusyjne jest twierdzenie, że: „... słabe wyniki finansowe badanych spółek powinny spowodować zmiany w składach rad nadzorczych badanych spółek” (s. 285). Z podobnym zjawiskiem, tylko występującym w znacznie większej skali, mamy do czynienia w przypadku zarządów badanych spółek. Szkoda, że w badaniu nie została podjęta próba oceny kwalifikacji członków zarządów, w tym przede wszystkim ich doświadczenia zawodowego przed powołaniem na stanowisko.

Wątek ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych jest kontynuowany w podrozdziale 5.3. Doktorant przedstawił cztery przykłady działań Ministerstwa Energii, które mogą prowadzić do naruszania tych interesów. W przypadku pierwszego, polityki dywidendowej spółek, należałoby robić ten fragment na dwie części, ponieważ istotna część odnosi się nie do polityki dywidendowej, ale polityki inwestycyjnej badanych spółek. Opisane działania Ministerstwa Energii polegające na wywieraniu presji na spółki w celu angażowania się w nieuzasadnione z ekonomicznego punktu widzenia projekty inwestycyjne, zmiany w statutach, generowanie dodatkowych obciążeń podatkowych poprzez zabiegi o charakterze czysto księgowym, czy wreszcie finansowanie Polskiej Fundacji Narodowej są bardzo dobrą ilustracją naruszeń interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Ich skutkiem jest bezpośredni drenaż funduszy ze spółek, ale także prowadzi to do obniżania ich rynkowej wyceny. Na podkreślenie zasługuje szczegółowa analiza wpływu takich działań na sytuację finansową i majątkową spółek, co wymagała sięgania do różnorodnych materiałów źródłowych, w tym przede wszystkim dokumentów spółek.

Rozdział piąty kończy się prezentacją autorskich rekomendacji Doktoranta dotyczących kierunków zmian mechanizmów nadzoru właścicielskiego w Polsce. Przesłanką dla tych propozycji są po pierwsze, zidentyfikowane wcześniej dysfunkcjonalności obecnie stosowanych rozwiązań, po drugie wnioski wynikające z oceny mechanizmów nadzoru właścicielskiego w innych krajach. Bardzo cennym wkładem w rozważania na temat postulowanego modelu jest ocena możliwości adaptacji w Polsce rozwiązań zagranicznych, ze względu na uwarunkowania polityczne i kulturowe. Przykładem jest opowiedzenie się za scentralizowanym modelem nadzoru, który występuje w Szwecji, mimo iż podobne podejście jest również stosowane we Francji i w Wielkiej Brytanii. Ważnym postulatem jest rozdzielenie funkcji nadzorca i regulatora rynku, co nawiązuje do rekomendacji zawartych w dokumencie OECD. Istotne jest zwiększenie transparentności przedsiębiorstw publicznych. Dotyczy to również ujawniania informacji odnoszących się bezpośrednio do funkcji nadzorczych pełnionych przez agendy rządowe, co mogłoby zapewnić społeczeństwo możliwość dokonywania oceny skuteczności nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa.

Jedną z największych słabości w procedurach nadzorczych nad przedsiębiorstwami publicznymi jest polityka kadrowa. Przedstawione wyniki badań wykazują, że kryteria nominowania osób zasiadających w organach władzy spółek mają charakter politycznych nie merytorycznych. Doktorant proponuje powołanie Rady ds. Nominacji. Sama idea utworzenia tego rodzaju organu oraz przedstawione zasady jego funkcjonowania należy uznać za zasadne. Dyskusyjne jest przekonanie, że członkowie Rady wybierani przez organ polityczny, którym jest Sejm, zagwarantują odpolitycznienie polityki kadrowej.

Kolejna grupa rekomendacji sprowadza się do rozszerzenia na przedsiębiorstwa publiczne obowiązków wynikających z regulacji środowiskowych nadzoru korporacyjnego, czyli „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016”, obowiązku dołączania do sprawozdania finansowego oświadczenia o stosowaniu ład korporacyjnego, a także obowiązku utworzenia komisji ds. audytu. Postulaty te wychodzą poza obszar rozważań podjętych w rozprawie, ponieważ przedmiotem badań są przedsiębiorstwa, których akcje są notowane na giełdzie, czyli podlegają one tym wszystkim regulacjom.

W **Zakończeniu** Doktorant odnosi się do realizacji celu rozprawy oraz wyników weryfikacji hipotez badawczych. Początkowy fragment jest zbędny. Ocena użytych w rozprawie pozycji bibliograficznych powinna być pozostawiona czytelnikom (i recenzentom). Przywoływanie w zakończeniu szczegółowych danych i wyników badań utrudnia lekturę tego fragmentu rozprawy. Powinien on mieć formę najważniejszych, syntetycznych wniosków.

Zdaniem Doktoranta wszystkie hipotezy badawcze zostały pozytywnie zweryfikowane. Można zgodzić się z argumentacją przedstawioną w przypadku pierwszej hipotezy, wychodzącą poza interpretację wyników analizy regresji. Kluczowe znaczenie ma tutaj nie relatywnie wysoki współczynnik determinacji r^2 , ale po pierwsze filary polityki energetycznej w Polsce, sprzeczne w wielu miejscach z ideą transformacji energetycznej Unii Europejskiej, po drugie słabość nadzoru sprawowanego przez agendy rządowe, przejawiająca się na przykład w polityce kadrowej. W tym kontekście wątpliwość budzi interpretacja innych działań podejmowanych przez regulatorów rynku energii, takich jak: wsparcie w formie zielonych certyfikatów, czy też ustawy Energa Lex. Zdaniem Doktoranta było to korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych, co przeczy hipotezie.

Dowodem na pozytywną weryfikację drugiej hipotezy badawczej są pogarszające się wyniki finansowe i spadek cen rynkowych akcji badanych spółek. Doktorant konsekwentnie ilustruje swoje rozważania przywołując liczne dane empiryczne, prezentowane we wcześniejszych fragmentach rozprawy. Pewien niedosyt budzi zastosowanie bardzo prostego rozumowania do weryfikacji tej hipotezy. Przypomnijmy treść hipotezy: „Dokonane zmiany w

nadzorze właścicielskim nad spółkami sektora elektroenergetycznego spowodowały jego pogorszenie oraz negatywnie wpłynęły na kondycję finansową i wartość giełdową badanych spółek”. Sposób, w jaki hipoteza została sformułowana rodzi oczekiwanie, że po pierwsze zostanie podjęta próba oceny jakości procedur nadzorczych („zmiany w nadzorze spowodowały jego pogorszenie”), a następnie ocenione zostaną wyniki finansowe spółek. Tymczasem sam fakt pogorszenia tych wyników jest utożsamiany z tym, że nadzór jest nieskuteczny. Tego rodzaju związek przyczynowo-skutkowy: dobry nadzór – dobre wyniki, zły nadzór – złe wyniki, powinien oczywiście wystąpić, zwłaszcza w długim okresie. Zarazem badanie tego związku jest obarczone ryzykiem występowania wielu innych czynników, leżących poza mechanizmami nadzoru, które również mają wpływ na sytuację ekonomiczną spółek.

Pozytywnie należy ocenić sposób weryfikacji trzeciej hipotezy. Opisane w rozdziale piątym działania Ministra Energii są dobrą ilustracją naruszeń interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Oczywiście w zakończeniu należałoby oczekiwać zdecydowanie bardziej syntetycznego odniesienia się do tej kwestii.

Zgłaszane wcześniej zastrzeżenia do sposobu sformułowania czwartej hipotezy nie zostały rozwiane przez fragment zakończenia nawiązujący do sposobu jej weryfikacji i interpretacji uzyskanych wyników.

Reasumując, zakończenie rozprawy doktorskiej Krzysztofa Krzywdzińskiego zawiera dwie najważniejsze konkluzje wynikające z przeprowadzonych badań: „zarówno regulacje prawne dla sektora energii elektrycznej, jak i jakość nadzoru właścicielskiego nad badanymi grupami elektroenergetycznymi istotnie wpływają na interesy akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek” (s. 336). Można zatem stwierdzić, że Doktorant zrealizował przyjęty cel rozprawy. Podobnie jednak jak we wcześniejszych fragmentach rozprawy chęć szczegółowego uzasadniania i ilustrowania przekazywanych treści przeważała nad umiejętnością syntetycznego ujmowania tychże treści, co w przypadku zakończenia jest zdecydowanie bardziej wskazane.

IV. Poprawność formalno-językowa, stylistyczna i interpunkcyjna

Rozprawa jest napisana komunikatywnym językiem. Zarazem czasami konstrukcja zdań jest zbyt zawila, co może utrudniać zrozumienie prezentowanych treści. Występują również potknięcia wynikające z niedostatecznej precyzji terminologicznej, błędów natury językowej, gramatycznej czy stylistycznej, a także literówki. Kilka przykładów: „menagement philosphy” (s. 44), „nie mniej jednak” (s. 77 i inne), „dużą rolę jako akcjonariusze posiadają rodziny i rząd” (s. 118), „nie ogrywają większego znaczenia” (s. 124), „w dyrektywie ... dotycząca wspólnych zasad rynku wewnętrznego energii elektrycznej i uchylająca dyrektywę” (s. 142), „założycieli”, „sprzedający”, „siłę”, „asymetrię”, „Związku”, „synałem” (jedna strona – 290), „spółki działają na perfekcyjnym rynku” (s. 290), „uzyskiwanie strat przez spółki na projektach inwestycyjnych” (s. 298), „pozyskania od spółek Skarbu Państwa ... podatków na rzecz Skarbu Państwa” (s. 298), i inne.

Strona formalna pracy zawiera drobne uchybienia. W przypisach dolnych nie są stosowane skróty (ibidem). Niepotrzebne są powtórzenia tych samych anglojęzycznych terminów (np. ss. 101, 110), a także stosowanie takich terminów przy opisie kategorii z innych języków (np. *Chief Executive Officer* przy prezentacji rozwiązań instytucjonalnych w Niemczech i Szwecji). Przy interpretacji niektórych wyników Doktorant wykorzystuje te same sformułowania (np. powtórzona trzykrotnie fraza: „Taka sytuacja, w połączeniu z malejącymi cenami akcji, nie była korzystna dla akcjonariuszy mniejszościowych”: ss. 238, 239, 240).

W pracy są używane liczne tabele, wykresy, rysunki i schematy. Większość w sposób czytelny zawiera syntezę prezentowanych treści, wzbogaca ich walory poznawcze oraz ilustruje najważniejsze wyniki badań empirycznych. Doktorant zawsze powołuje się na źródło, z którego korzystał oraz zamieszcza stosowny komentarz. Biorąc pod uwagę ogrom materiału empirycznego wykorzystanego w badaniach należy pozytywnie ocenić umiejętność opracowania i prezentacji tego rodzaju treści. Błędy pojawiają się sporadycznie (brak jednostek miary w tabeli 19 na s. 113, złe wartości kapitalizacji w tabeli 14 na s. 91). Część wykresów zawiera zbyt wiele informacji, co powoduje, że stają się niezrozumiałe przez brak właściwej skali (np. wykresy w podrozdziale 4.2, w których nie są zachowane relacje między prezentowanymi wskaźnikami dla poszczególnych spółek).

V. Ocena doboru literatury i umiejętności wykorzystania źródeł

Rozprawa została osadzona w bogatych, dobrze dobranych źródłach bibliograficznych, wśród których znajdują się znaczące publikacje poświęcone wybranej problematyce badawczej. Na bibliografię składają się 651 pozycje, z czego 182 są to pozycje książkowe i artykuły, 194 raporty, 90 aktów prawnych oraz 185 źródeł internetowych. W pierwszej grupie źródeł bibliograficznych prawie połowa są to pozycje anglojęzyczne. Najwięcej pozycji książkowych i artykułów jest z obszaru badań nadzoru korporacyjnego (ponad 100), ponad 50 pozycji jest z obszaru zarządzania finansami. Rozważania poświęcone polityce energetycznej bazują przede wszystkim na analizie aktów normatywnych i raportów.

Doktorant korzysta ze źródeł literaturowych w sposób świadczący o dużej sprawności warsztatowej. Dzięki temu otrzymujemy kompleksowy, celowy oraz krytyczny przegląd piśmiennictwa. Istotnym atutem pozycji bibliograficznych użytych w rozprawie jest sięganie przez Autora przede wszystkim do źródeł pierwotnych. Umożliwia to własną interpretację prezentowanych treści. W kilku miejscach rozprawy w przypisach są przywoływane pozycje w języku niemieckim, francuskim i szwedzkim.

VI. Wniosek końcowy

Podjęta w rozprawie doktorskiej magistra Krzysztofa Krzywdzińskiego pt. „Własność państwowa i jej implikacje dla akcjonariuszy spółek energetycznych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie” problematyka badawcza jest niezwykle ważna i aktualna. Oryginalnym wątkiem badawczym, który został przedstawiony w rozprawie jest wpływ mechanizmów nadzoru korporacyjnego na interesy akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach sektora elektroenergetycznego, w których większościovym lub znaczącym akcjonariuszem jest państwo. Przedstawione w rozprawie wyniki badań mają istotny walor poznawczy, ponieważ zawierają trafną diagnozę jakości standardów nadzoru właścicielskiego nad przedsiębiorstwami publicznymi z sektora elektroenergetycznego w Polsce. Wnioski zawarte w rozprawie mają również walory normatywne. Pokazują, w jaki sposób można pogodzić postulat zapewnienia wysokiej efektywności procedur nadzorczych z realizacją celów wynikających z polityki energetycznej Unii Europejskiej. Mogą być zatem interesujące dla praktyki gospodarczej, dla członków zarządów i rad nadzorczych spółek sektora elektroenergetycznego oraz dla instytucji odpowiedzialnych na nadzór nad przedsiębiorstwami publicznymi.

Przedstawione w recenzji uwagi mają w większości charakter polemiczny. Przede wszystkim dotyczą one zastosowanego przez Doktoranta podejścia, które cechuje niedostateczny zakres syntetyzowania przekazywanych treści. Uwagi te nie obniżają pozytywnej oceny rozprawy, której najważniejszymi atutami są:

- Dokonanie kompleksowego, kompetentnego i krytycznego przeglądu piśmiennictwa poświęconego problematyce oceny standardów nadzoru korporacyjnego i polityki energetycznej w wybranych krajach Unii Europejskiej.
- Prezentacja wyników własnych, oryginalnych badań empirycznych, na próbie badawczej złożonej z polskich przedsiębiorstw publicznych z sektora elektroenergetycznego.
- Przedstawienie rekomendacji dotyczących kierunków zmian mechanizmów nadzoru właścicielskiego w Polsce. Przesłanką dla tych propozycji były zidentyfikowane dysfunkcjonalności obecnie stosowanych rozwiązań oraz wnioski wynikające z oceny mechanizmów nadzorczych w innych krajach.

Reasumując, na podstawie przeprowadzonej oceny merytorycznej rozprawy, uważam, że jej cel, którym była: „...**analiza (ocena) wpływu państwowej formy własności na interesy akcjonariuszy mniejszościowych polskich spółek z sektora elektroenergetycznego notowanych**” został zrealizowany.

W konkluzji końcowej stwierdzam, że przygotowana przez magistra Krzysztofa Krzywdzińskiego pt. „Własność państwowa i jej implikacje dla akcjonariuszy spółek energetycznych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie” spełnia wymagania określone w art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2016 r., poz. 882, 1311). Tym samym rozprawa może stanowić podstawę do ubiegania się o nadanie stopnia naukowego doktora w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. Wnoszę o jej dopuszczenie do publicznej obrony.

Prof. Piotr Włkacz