

Streszczenie pracy w języku polskim i kluczowe słowa

mgr Krzysztof Krzywdziński

Promotor: Prof. dr hab. Magdalena Jerzemowska

Streszczenie

Własność państwowa i jej implikacje dla akcjonariuszy spółek elektroenergetycznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

W Polsce pomimo transformacji gospodarki i procesów prywatyzacyjnych trwających od prawie 30 lat udział państwa w gospodarce jest ciągle wysoki.

Od dnia 3 stycznia 2017 zdecentralizowano nadzór właścicielski nad spółkami Skarbu Państwa, a nadzór nad 432 przedsiębiorstwami dotychczas nadzorowanymi przez Ministra Skarbu Państwa przeszedł w ręce 10 ministrów, w tym Ministra Energii, któremu powierzono kontrolę nad 42 spółkami. Tym samym Minister Energii był jednocześnie odpowiedzialny za politykę energetyczną Polski i koordynowanie jej realizacji zgodnie z ustawą „Prawo Energetyczne”¹⁰¹⁸ oraz za nadzór nad spółkami elektroenergetycznymi ją realizującymi. Sytuacja ta implikowała konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym lub znaczącym, jakim jest Skarb Państwa w badanych spółkach i ich akcjonariuszami mniejszościowymi (konflikt agencyjny typu II).

Głównym celem niniejszej dysertacji jest analiza wpływu państwowej formy własności na interesy akcjonariuszy mniejszościowych polskich spółek z sektora elektroenergetycznego, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania przeprowadzono w oparciu o dane z lat 2015-2019 pozyskane z czterech spółek elektroenergetycznych, czyli: Enea S.A., Energa S.A., TAURON Polska Energia S.A. oraz PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. Eksploracja dotyczy poszanowania (maksymalizacji) interesów akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek przez akcjonariusza większościowego lub znaczącego, jakim jest Skarb Państwa.

W dysertacji przedstawiono genezę i rozwój nadzoru korporacyjnego, charakterystykę jego systemów oraz wskazano kierunki ich zmian. Opisano znaczenie i cele działania przedsiębiorstw publicznych oraz zaprezentowano występujące na świecie modele nadzoru właścicielskiego analizowane według umiejscowienia organów nadzorczych w strukturach państwa. Ponadto przedstawiono teorie nadzoru korporacyjnego pomocne w analizie wpływu własności państwa na funkcjonowanie przedsiębiorstw publicznych oraz omówiono prawa i obowiązki akcjonariuszy, w tym ochronę praw i interesów akcjonariuszy mniejszościowych w przedsiębiorstwach publicznych.

Omówiono również regulacje dotyczące nadzoru właścicielskiego wydane przez OECD i Unię Europejską oraz obowiązujące w wybranych do analizy porównawczej krajach, tj. w Polsce, Niemczech, Szwecji, Wielkiej Brytanii i we Francji. Analiza porównawcza obejmuje również obowiązujące w tych krajach modele nadzoru korporacyjnego oraz opis znaczenia przedsiębiorstw publicznych w ich gospodarkach.

¹⁰¹⁸ Dz.U. 1997 nr 54 poz. 348.

Następnie przedstawiono politykę energetyczną Unii Europejskiej i jej cele związane z energią i klimatem do 2050 roku. Ponadto zaprezentowano mierniki rynku energetycznego i elektroenergetycznego oraz omówiono mechanizmy wsparcia dla producentów energii elektrycznej w Unii Europejskiej. Taką samą strukturę przyjęto do omówienia polityki energetycznej Polski, Niemiec, Szwecji, Wielkiej Brytanii i Francji. Zaprezentowano również największych wytwórców energii elektrycznej w badanych krajach wraz z informacją o udziałach państwa w tych podmiotach.

W części empirycznej rozprawy doktorskiej dokonano analizy finansowej badanych czterech polskich grup elektroenergetycznych, czyli Enea S.A., Energa S.A., TAURON Polska Energia S.A. i PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. Obejmuje ona ocenę polityki energetycznej rządu, jej wpływu na koszty społeczne i ekonomiczne związane z emisją zanieczyszczeń gazowych oraz wpływem na sytuację finansową badanych spółek. Koszty społeczno-ekonomiczne polityki energetycznej opartej na węglu przedstawione zostały jako koszty efektów zewnętrznych, czyli negatywnego wpływu na zdrowie, środowisko i gospodarkę funkcjonowania elektrowni wykorzystujących paliwa kopalne (przede wszystkim węgiel) jako źródło energii i emitujących zanieczyszczenia gazowe do atmosfery. Z kolei ocena wpływu polityki energetycznej rządu na sytuację finansową badanych spółek oparta jest na analizie obecnego i planowanego polskiego miksu energetycznego i związanymi z nim kosztami praw do emisji CO₂. Do oceny tego wpływu na ceny akcji badanych spółek zastosowana została analiza regresji i współczynnik determinacji r^2 .

Dokonano też oceny wpływu obowiązujących polskich regulacji dotyczących rozwoju odnawialnych źródeł energii na interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Szczegółowej ocenie poddano funkcjonowanie mechanizmów wsparcia dla producentów energii elektrycznej z odnawialnych źródeł (OZE) w postaci tzw. zielonych certyfikatów oraz systemu aukcyjnego. Ponadto oceniono 2 ustawy związane z odnawialnymi źródłami energii, tj. tzw. ustawę wiatrakową oraz tzw. ustawę Energa LEX.

Przeprowadzono analizę i ocenę rad nadzorczych i zarządów badanych spółek.

Dokonano także oceny ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w analizowanych spółkach w latach 2015-2019 analizując następujące działania Ministra Energii: zmianę polityki dywidendowej badanych spółek, wprowadzenie zmian do statutów, ogłoszenie planów podwyższenia kapitałów zakładowych spółek poprzez „przesunięcie” kapitałów zapasowych na kapitały zakładowe, finansowanie Polskiej Fundacji Narodowej.

Opracowano również propozycję udoskonalenia nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa, w tym nad spółkami elektroenergetycznymi, wykorzystując do tego wnioski wynikające z rozwiązań opisanych w wybranych do analizy porównawczej krajach, wytycznych OECD oraz przemysłeniach i doświadczeniach zawodowych autora.

Dla realizacji celu pracy oraz weryfikacji sformułowanych hipotez badawczych zostały wykorzystane następujące metody:

- analiza literatury polskiej i zagranicznej, raportów, aktów prawnych, wytycznych OECD oraz doniesień medialnych dotyczących nadzoru korporacyjnego oraz sektora elektroenergetycznego,
- metody analizy ekonomicznej – analiza porównawcza z danymi postulowanymi w czasie oraz przestrzeni,
- analiza danych statystycznych (analiza regresji).

W dysertacji zweryfikowano pozytywnie cztery hipotezy badawcze formułując następujące wnioski.

Polityka energetyczna państwa nie sprzyja maksymalizacji interesów akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ ukierunkowana jest na realizację interesów politycznych rządu. Polski miks energetyczny oparty na węglu jest szkodliwy dla społeczeństwa polskiego, szkodliwy dla akcjonariuszy badanych spółek, ale wspiera kopalnie i zatrudnionych w nich górników. Z obliczonych współczynników regresji r^2 wynika, że wzrastające ceny praw do emisji CO₂ miały bardzo istotny wpływ na kształtowanie się cen akcji badanych spółek. Zmienność cen akcji badanych spółek w okresie od stycznia 2017 roku do grudnia 2019 roku w 60,07% dla Enea S.A., w 61,47% dla PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., w 71,29% dla Energa S.A. i w 85,03% dla TAURON Polska Energia S.A. można tłumaczyć zmianą cen praw do emisji CO₂. Kolejnym dowodem wspierającym tę tezę jest zaprezentowana analiza rotacji na stanowiskach członków rad nadzorczych, zarządów i prezesów badanych spółek w latach 2011-2019¹⁰¹⁹ wskazująca, że zmiany te wynikały z decyzji politycznych (odpowiednia analiza w rozdziale 5).

Badania potwierdziły również, że dokonane zmiany w nadzorze właścicielskim nad spółkami sektora elektroenergetycznego spowodowały jego pogorszenie oraz negatywnie wpłynęły na kondycję finansową i wartość giełdową badanych spółek. Świadczą o tym coraz słabsze ich wyniki finansowe oraz ciągłe obniżanie wartości ich akcji.

Opisane działania Ministra Energii, tj. polityka dywidendowa badanych spółek, wprowadzenie do statutów zapisów, iż „spółka realizuje zadania związane z zapewnieniem bezpieczeństwa energetycznego Polski”, ogłoszenie planów podwyższenia kapitałów zakładowych spółek przez „przesunięcie” kapitałów zapasowych na kapitały podstawowe oraz finansowanie Polskiej Fundacji Narodowej niekorzystnie wpłynęły na interesy akcjonariuszy mniejszościowych

Analiza modeli nadzoru właścicielskiego funkcjonujących w 5 krajach wybranych do analizy porównawczej, tj. w Szwecji, Niemczech, Wielkiej Brytanii, Francji i Polsce oraz analiza rozwiązań międzynarodowych dotyczących „Dobrych praktyk”, pozwoliła na przedstawienie niezbędnych działań zapewniających udoskonalenie nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa, w tym nad badanymi grupami elektroenergetycznymi.

Bez zmiany polityki energetycznej Polski oraz wprowadzenia usprawnień w funkcjonowaniu nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa sytuacja finansowa badanych spółek będzie się pogarszała, co negatywnie wpłynie na interesy ich akcjonariuszy mniejszościowych.

Słowa kluczowe: nadzór właścicielski, Minister Energii, spółki Skarbu Państwa, odnawialne źródła energii (OZE), akcjonariusze mniejszościowi

¹⁰¹⁹ Dla Energa S.A. opisane zmiany dotyczą lat 2015-2019.