

**Nadzór Skarbu Państwa
nad spółkami elektroenergetycznymi notowanymi
na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
i jego implikacje dla akcjonariuszy
mniejszościowych**

Krzysztof Krzywdziński

**Nadzór Skarbu Państwa
nad spółkami elektroenergetycznymi notowanymi
na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
i jego implikacje dla akcjonariuszy
mniejszościowych**

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2025

Recenzent
dr hab. Agata Adamska, prof. SGH

Redaktor Wydawnictwa
Michał Staniszewski

Projekt okładki i stron tytułowych
Jan Rutka

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja sfinansowana ze środków
Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-653-1

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 11 37, tel. kom. +48 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
wydawnictwo.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: wydawnictwo.ug.edu.pl/sklep/

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 14 49

Spis treści

Wstęp	9
 Rozdział 1. Nadzór korporacyjny i jego wykorzystanie w ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych	 17
1.1. Charakterystyka nadzoru korporacyjnego	17
1.1.1. <i>Corporate governance</i> – istota, geneza i rozwój	17
1.1.2. Systemy nadzoru korporacyjnego i tendencje ich zmian	22
1.2. Wybrane teorie nadzoru korporacyjnego a cele działania przedsiębiorstw publicznych w świetle interesów akcjonariuszy mniejszościowych	 32
1.2.1. Teoria agencji (ang. <i>agency theory</i>)	33
1.2.2. Teoria interesariuszy (ang. <i>stakeholder theory</i>)	40
1.2.3. Teoria praw własności (ang. <i>property rights theory</i>)	44
1.3. Prawa akcjonariuszy oraz ochrona akcjonariuszy mniejszościowych	47
1.3.1. Prawo akcjonariuszy i równe ich traktowanie	47
1.3.2. Akcjonariusze mniejszościowi w przedsiębiorstwach publicznych	53
 Rozdział 2. Nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami publicznymi w Polsce i w wybranych krajach Unii Europejskiej oraz jego regulacje	 59
2.1. Charakterystyka przedsiębiorstw publicznych	59
2.2. Międzynarodowe regulacje nadzoru korporacyjnego	61
2.2.1. Zasady nadzoru korporacyjnego według OECD	61
2.2.2. Regulacje UE dotyczące nadzoru korporacyjnego	63
2.3. Nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami publicznymi	66
2.3.1. Polska	66
2.3.2. Niemcy	80
2.3.3. Szwecja	85
2.3.4. Wielka Brytania	91
2.3.5. Francja	94

Rozdział 3. Wpływ polityki energetycznej i regulacji prawnych na kształt rynku elektroenergetycznego w wybranych krajach Unii Europejskiej	99
3.1. Polityka dotycząca sektora energetycznego i podsektora elektroenergetycznego UE	99
3.1.1. Cele i regulacje prawne polityki energetycznej UE	99
3.1.2. Mierniki rynku elektroenergetycznego UE	105
3.2. Polityka energetyczna i rynek energii elektrycznej analizowanych krajów . . .	107
3.2.1. Polska	107
3.2.2. Niemcy	116
3.2.3. Szwecja	124
3.2.4. Wielka Brytania	128
3.2.5. Francja	131
Rozdział 4. Analiza i ocena kondycji finansowej badanych spółek elektroenergetycznych i jej implikacje dla akcjonariuszy mniejszościowych	137
4.1. Analiza wskaźnikowa jako narzędzie oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa	137
4.2. Analiza i ocena wskaźników badanych grup elektroenergetycznych	139
4.2.1. Wskaźniki zadłużenia i obsługi zadłużenia	139
4.2.2. Wskaźniki rentowności	142
4.2.3. Wskaźniki rynku kapitałowego	148
4.3. Analiza rentowności segmentów operacyjnych badanych grup elektroenergetycznych	158
4.3.1. Grupa PGE	160
4.3.2. Grupa Energa	164
4.3.3. Grupa Enea	167
4.3.4. Grupa TAURON	170
4.4. Ocena wpływu cen EUA na ceny akcji badanych grup elektroenergetycznych	175
Rozdział 5. Analiza i ocena nadzoru właścicielskiego nad polskimi spółkami elektroenergetycznymi notowanymi na GPW w Warszawie oraz koncepcja jego udoskonalenia	181
5.1. Rady nadzorcze	181
5.2. Zarządy	189
5.3. Wpływ wybranych działań Skarbu Państwa na interesy akcjonariuszy mniejszościowych	195
5.3.1. Zmiany zapisów w statutach spółek	195
5.3.2. Zmiana polityki dywidendowej	198
5.3.3. Plany podwyższenia kapitałów zakładowych spółek	204

5.3.4. Zmiany regulacji prawnych dotyczących budowy lądowych farm wiatrowych	207
5.3.5. Plany utworzenia Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego	212
5.4. Propozycje zmian nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa . . .	218
5.4.1. Wnioski z porównania nadzoru właścicielskiego w pięciu krajach . . .	218
5.4.2. Centralizacja nadzoru właścicielskiego	221
5.4.3. Rozdzielenie funkcji nadzorcy i regulatora rynku	225
5.4.4. Raport roczny z funkcjonowania spółek Skarbu Państwa	227
5.4.5. Zmiana zasad raportowania zewnętrznego przez spółki Skarbu Państwa	233
Zakończenie	237
Bibliografia	245
Spis tabel	267
Spis rysunków	269
Spis wykresów	271

Wstęp

Znaczenie spółek Skarbu Państwa w polskiej gospodarce jest bardzo duże. Spółki z jego udziałem to przedsiębiorstwa, których akcje lub udziały należą w całości albo części do Skarbu Państwa i w których Skarb Państwa zobowiązany jest do wykonywania funkcji związanych z nadzorem właścicielskim. Na koniec 2021 r. spółek z bezpośrednim i pośrednim udziałem Skarbu Państwa powyżej 10% było 669 i zatrudniały one 510 tys. osób¹. W 2018 r. na 15 największych pracodawców w kraju aż 11 stanowiły spółki Skarbu Państwa zatrudniające łącznie ponad 400 tys. osób. Łączne wpływy do budżetu państwa z podatku dochodowego CIT od 15 największych spółek Skarbu Państwa wyniosły 10 mld zł, co stanowiło 22% wszystkich wpływów z CIT². Duży udział przedsiębiorstw publicznych (*state-owned enterprises*, SOE)³ w produkcji, zatrudnieniu i tworzeniu dochodu narodowego w Polsce nie jest niczym wyjątkowym w skali światowej.

Przedsiębiorstwa publiczne należą do największych firm na świecie i odgrywają dużą rolę we wzroście i rozwoju gospodarczym. W 2018 r. udział aktywów przedsiębiorstw publicznych w aktywach 2000 największych na świecie przedsiębiorstw niefinansowych wyniósł 20% i wyceniano je na 45 bln USD, co stanowiło około połowę światowego PKB⁴. Według szacunków przedsiębiorstwa publiczne

¹ Ministerstwo Aktywów Państwowych, *Znaczenie spółek Skarbu Państwa dla Polski. Dlaczego nie warto ich wyprzedawać?*, Warszawa, październik 2023.

² Bank PKO S.A., *Rola spółek Skarbu Państwa w dobie kryzysu COVID-19*, 28.08.2020, <https://media.pekao.com.pl/pr/556248/rola-spolek-skarbu-panstwa-w-dobie-kryzysu-covid-19-najnowszy-raport-banku-pekao-s-a> [dostęp: 2.09.2020].

³ Zgodnie z polską wersją dokumentu wydanego przez OECD i zatytułowanego *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* z 2005 r., przetłumaczoną przez Ministerstwo Skarbu Państwa jako *Wytyczne dotyczące nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych*, określenie *state-owned enterprises*, czyli „przedsiębiorstwa państwowe”, przetłumaczone zostało jako „przedsiębiorstwa publiczne”, by uwzględnić zarówno przedsiębiorstwa państwowe, jak i spółki prawa handlowego z wyłącznym bądź częściowym udziałem Skarbu Państwa, w których ten zobowiązany jest do wykonywania funkcji związanych z nadzorem właścicielskim. Takie tłumaczenie zostało przyjęte w całej publikacji.

⁴ International Monetary Fund (IMF), *Fiscal Monitor*, Chapter 3: *State-Owned Enterprises: The Other Government*, April 2020, s. 49.

odpowiadają za 20% inwestycji, 5% zatrudnienia i do 40% krajowej produkcji na całym świecie⁵.

W momencie likwidacji Ministerstwa Skarbu Państwa, która nastąpiła 31 grudnia 2016 r., minister skarbu państwa sprawował nadzór nad 432 spółkami. Ponad 6 lat później, na dzień 31 marca 2023 r. Skarb Państwa miał bezpośrednie udziały w 422 spółkach, z których tylko 342 prowadziły „normalną”⁶ działalność i które były nadzorowane przez 17 organów reprezentujących Skarb Państwa. Najwięcej spółek (138), w tym 134 prowadzących „normalną” działalność, nadzorował minister aktywów państwowych. W okresie tych 6 lat często zmieniały się organy nadzorujące poszczególne spółki Skarbu Państwa.

Do dnia likwidacji Ministerstwa Skarbu Państwa (31 grudnia 2016 r.) nadzór nad spółkami Skarbu Państwa sprawował minister skarbu państwa, zaś za politykę energetyczną odpowiadał minister gospodarki. Rozporządzenie Rady Ministrów z 3 stycznia 2017 r. w sprawie wykazu spółek, w których prawa z akcji Skarbu Państwa wykonują inni niż Prezes Rady Ministrów członkowie Rady Ministrów, pełnomocnicy Rządu lub państwowe osoby prawne (Dz. U., poz. 10), zdecentralizowało nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami z udziałem Skarbu Państwa. Od tego momentu nadzór nad 432 przedsiębiorstwami nadzorowanymi dotychczas przez Ministra Skarbu Państwa przeszedł w ręce 10 ministrów, w tym ministra energii⁷, któremu powierzono nadzór nad 42 spółkami, wśród których były cztery wybrane do badania grupy elektroenergetyczne, których akcje są notowane na GPW w Warszawie, a mianowicie: Enea S.A., Energa S.A., TAURON Polska Energia S.A. oraz PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. Wykaz akcjonariuszy posiadających ponad 5% głosów na Zwyczajnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy podsumowujących 2018 r. dowodzi, że Skarb Państwa był większościowym udziałowcem w trzech z nich: PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. – 57,39% akcji (liczba głosów 57,39%)⁸, Energa S.A. – 51,50% akcji (liczba głosów 64,09%)⁹¹⁰ oraz Enea S.A. – 51,50% akcji (liczba głosów 51,50%)¹¹, a także akcjonariuszem znaczącym w TAURON Polska

⁵ International Finance Corporation, *Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgmt-pub/soe-fact-sheet-july2018.pdf> [dostęp: 30.08.2023].

⁶ Normalna działalność oznacza, że spółki te nie były w trakcie likwidacji, restrukturyzacji czy upadłości.

⁷ Ministerstwo Energii utworzono 7 grudnia 2015 r. z mocą od 27 listopada 2015 r., rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 7 grudnia 2015 r. w sprawie utworzenia Ministerstwa Energii (Dz. U., poz. 2075).

⁸ PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., „Raport bieżący” 2019, nr 19.

⁹ Według statutu z ogólnej liczby akcji wynoszącej 414 067 114 sztuk, liczba akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu na Walnym Zgromadzeniu to 144 928 000 sztuki, przy czym jedna akcja uprzywilejowana daje prawo do dwóch głosów na Walnym Zgromadzeniu.

¹⁰ Energa S.A., „Raport bieżący” 2019, nr 21.

¹¹ Enea S.A., „Raport bieżący” 2019, nr 19.

Energia S.A. – 30,06% akcji (i tyle samo głosów oraz pośrednio przez KGHM Polska Miedź S.A. miał 10,0% głosów)¹².

Nadzór właścicielski nad badanymi grupami elektroenergetycznymi od 1 stycznia 2017 r. do 19 listopada 2019 r. sprawował minister energii, który jednocześnie był odpowiedzialny za politykę energetyczną Polski i koordynowanie jej realizacji zgodnie z ustawą z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (Dz. U. Nr 54, poz. 348). 19 listopada 2019 r. Ministerstwo Energii zmieniło nazwę na Ministerstwo Aktywów Państwowych (rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 19 listopada 2019 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie utworzenia Ministerstwa Energii, Dz. U., poz. 2290) i zmienił się minister nadzorujący to ministerstwo. Minister aktywów państwowych był odpowiedzialny za nadzór nad analizowanymi spółkami energetycznymi, ale od 20 marca 2020 r. nie był odpowiedzialny za politykę energetyczną (zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie przekształcenia Ministerstwa Aktywów Państwowych, Dz. U., poz. 498).

Cele, hipotezy, metody badawcze

Głównym celem niniejszej pracy jest analiza nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa z sektora elektroenergetycznego, notowanymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, czyli: Enea S.A., Energa S.A., TAURON Polska Energia S.A. oraz PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., a także jego wpływu na interesy akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek. Rząd odpowiedzialny za politykę energetyczną Polski tworzył regulacje prawne dla sektora elektroenergetycznego i jednocześnie poprzez organy nadzorcze sprawował nadzór właścicielski nad spółkami należącymi do tego sektora. Sytuacja ta powodowała konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym lub znaczącym, jakim jest Skarb Państwa, i ich akcjonariuszami mniejszościowymi w wybranych do badania spółkach.

Realizację celu głównego warunkuje osiągnięcie następujących sześciu celów cząstkowych:

1. Ocena polityki energetycznej rządu polskiego (tzw. miksu energetycznego) na tle celów klimatycznych Unii Europejskiej (UE) oraz polityki energetycznej w wybranych do analizy krajach, tj. Szwecji, Niemczech, Francji i Wielkiej Brytanii.
2. Analiza zmian w nadzorze właścicielskim nad spółkami elektroenergetycznymi i ich wpływu na interesy akcjonariuszy mniejszościowych w aspekcie likwidacji Ministerstwa Skarbu Państwa i decentralizacji nadzoru właścicielskiego.
3. Porównanie nadzoru właścicielskiego nad przedsiębiorstwami publicznymi w Polsce do nadzoru nad nimi w wybranych do badania krajach.

¹² TAURON Polska Energia S.A., „Raport bieżący” 2019, nr 19.

4. Analiza respektowania interesów akcjonariuszy mniejszościowych w wybranych czterech grupach elektroenergetycznych przez akcjonariusza większościowego lub znaczącego, jakim jest Skarb Państwa.
5. Ocena kondycji finansowej badanych spółek celem zdiagnozowania wpływu polityki energetycznej i nadzoru właścicielskiego na ich wyniki finansowe.
6. Opracowanie koncepcji udoskonalenia nadzoru właścicielskiego i ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach Skarbu Państwa, w tym w badanych spółkach elektroenergetycznych.

Realizacja sformułowanych celów badawczych dokonywana jest na tle rozwiązań stosowanych w wybranych krajach UE. Wybór do analizy porównawczej Szwecji, Niemiec, Wielkiej Brytanii i Francji nie jest przypadkowy, ponieważ kraje te realizują politykę energetyczną zgodnie z celami polityki energetycznej UE¹³, ale realizacja tych celów opiera się na wykorzystaniu własnych, specyficznych uregulowań. Kraje członkowskie UE zobligowane są do zmniejszania emisji gazów cieplarnianych, głównie poprzez zwiększanie produkcji energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii (OZE) kosztem redukcji instalacji węglowych. Wybrane kraje mają różną strukturę miksu energetycznego, a więc inne problemy związane z procesem dekarbonizacji swoich gospodarek. Kraje te różnicuje liczba przedsiębiorstw publicznych oraz rodzaj i umiejscowienie organów nadzorujących te podmioty w strukturach państwa. Różne jest też ich podejście do posiadania przez państwo udziałów w przedsiębiorstwach, w tym spółkach elektroenergetycznych. Dokonanie analizy porównawczej umożliwi poznanie zasad funkcjonowania rynku energii elektrycznej i modelu nadzoru właścicielskiego nad przedsiębiorstwami publicznymi w tych krajach. Pozwoli to na sformułowanie propozycji zmian mających na celu doskonalenie nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa, w tym nad badanymi grupami elektroenergetycznymi.

W pracy zostały postawione cztery następujące hipotezy badawcze:

Hipoteza 1

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

Hipoteza 2

Dokonane zmiany w nadzorze właścielskim nad spółkami sektora elektroenergetycznego spowodowały jego pogorszenie oraz negatywnie wpłynęły na kondycję finansową badanych spółek.

Hipoteza 3

Skarb Państwa jako właściciel większościowy lub znaczący badanych spółek elektroenergetycznych nie respektuje interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

¹³ Wielka Brytania do czasu opuszczenia UE 31 stycznia 2020 r.

Hipoteza 4

Polski nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami publicznymi może zostać udoskonalony poprzez adaptowanie najlepszych rozwiązań stosowanych przez wybrane do analizy kraje oraz implementację międzynarodowych regulacji nadzoru właścicielskiego¹⁴.

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

- analiza ekonomiczna – analiza porównawcza z danymi postulowanymi w czasie i przestrzeni;
- krytyczna analiza literatury światowej i polskiej omawiającej nadzór korporacyjny oraz sektor elektroenergetyczny;
- analiza danych liczbowych pochodzących z Eurostatu, GUS-u oraz zagranicznych i polskich instytucji rządowych;
- analiza dokumentów zamieszczonych na stronach internetowych badanych spółek oraz największych spółek z sektora elektroenergetycznego z czterech krajów wybranych do analizy porównawczej (statutów, regulaminów rad nadzorczych, zarządów i zgromadzeń akcjonariuszy, sprawozdań finansowych, przyjętych strategii działania, oświadczeń o stosowaniu zasad nadzoru korporacyjnego i innych ogólnodostępnych dokumentów);
- analiza regulacji prawnych odnoszących się do nadzoru właścicielskiego w spółkach Skarbu Państwa, dotyczących m.in. wyboru i wynagradzania członków rad nadzorczych oraz zarządów w Polsce zamieszczonych na rządowych stronach internetowych;
- analiza regulacji prawnych związanych z rynkiem energii w UE;
- analiza dokumentów kontrolnych Najwyższej Izby Kontroli (NIK) dotyczących spółek Skarbu Państwa;
- analiza ogólnodostępnych raportów wykonanych przez firmy konsultingowe;
- analiza wybranych dokumentów przygotowanych przez Organizację Wspólnoty Gospodarczej i Rozwoju (OECD) związanych z nadzorem korporacyjnym;
- analiza doniesień medialnych, w tym ogólnodostępnych w Internecie;
- analiza danych statystycznych (analiza regresji).

Zakres rzeczowy i przestrzenny analizy

Zakres czasowy analizy w związku z dokonanymi zmianami regulacji prawnych dotyczących rynku elektroenergetycznego i nadzoru właścicielskiego w Polsce zasadniczo obejmuje lata 2017–2022. Jednakże celem przedstawienia wpływu tych

¹⁴ Na przykład OECD, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, OECD Publishing, Paris 2015, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244160-en>.

zmian na wyniki finansowe badanych spółek zaprezentowano również wybrane dane finansowe i niefinansowe badanych spółek oraz polskie regulacje prawne z lat 2015–2016 i pierwszej połowy 2023 r. Ponadto analiza wybranych wskaźników giełdowych omawianych grup elektroenergetycznych obejmuje okres dłuższy, tj. lata 2010–2022, celem zobrazowania trendu kształtowania się tych wartości z punktu widzenia akcjonariuszy badanych spółek.

Książka składa się z pięciu rozdziałów. Pierwsze trzy stanowią część teoretyczną, a kolejne dwa część empiryczną.

Rozdział 1 przedstawia genezę i rozwój nadzoru korporacyjnego, charakterystykę jego systemów oraz kierunki ich zmian. Przedstawiono w nim również teorie nadzoru korporacyjnego pomocne w analizie wpływu udziału państwa w akcjonariacie przedsiębiorstw publicznych na cele ich działalności. W zakończeniu rozdziału omówiono prawa akcjonariuszy oraz ochronę akcjonariuszy mniejszościowych w przedsiębiorstwach publicznych. Tematyka poruszana w rozdziale 1 stanowi konieczne wprowadzenie do problematyki nadzoru właścicielskiego¹⁵ nad przedsiębiorstwami publicznymi. Treści prezentowane w tym rozdziale tworzą grunt dla dalszych rozważań.

W rozdziale 2 scharakteryzowano przedsiębiorstwa publiczne funkcjonujące na świecie. Następnie omówiono regulacje odnoszące się do nadzoru korporacyjnego wydane przez OECD, UE, Polskę oraz wybrane do analizy porównawczej kraje, tj. Niemcy, Szwecję, Wielką Brytanię i Francję. Analiza porównawcza obejmuje obowiązujące w tych krajach modele nadzoru korporacyjnego oraz znaczenie przedsiębiorstw publicznych w ich gospodarkach. Głównym celem analizy porównawczej było wyciągnięcie wniosków użytecznych dla sformułowania koncepcji udoskonalenia nadzoru właścicielskiego nad polskimi spółkami Skarbu Państwa, w tym nad analizowanymi grupami elektroenergetycznymi. Podstawowym źródłem danych do tego rozdziału są regulacje prawne odnoszące się do nadzoru korporacyjnego w UE, kodeksy nadzoru korporacyjnego publikowane przez OECD oraz przez analizowane kraje, a także raporty z funkcjonowania przedsiębiorstw publicznych w wybranych do analizy krajach publikowane przez organy sprawujące nadzór nad nimi. Tak szeroka kwerenda pozwala na kompleksowe rozpatrywanie omawianej tematyki i formułowanie wniosków użytecznych dla przedstawienia możliwości sanacji nadzoru właścicielskiego nad polskimi spółkami elektroenergetycznymi.

W rozdziale 3 przedstawiono politykę energetyczną UE i jej cele do 2050 r., które realizowane są przez wszystkie kraje członkowskie. Zaprezentowano dane dotyczące emisji CO₂ oraz mierniki rynku elektroenergetycznego. Taką samą strukturę przyjęto do omówienia polityki energetycznej i rynku energii elektrycznej Polski, Niemiec,

¹⁵ Różnica pomiędzy nadzorem właścicielskim a nadzorem korporacyjnym została wyjaśniona w rozdziale 1.

Szwecji, Wielkiej Brytanii i Francji. Omówiono także mechanizmy wsparcia dla producentów energii elektrycznej oraz zaprezentowano największych wytwórców energii elektrycznej w badanych krajach wraz z informacją o udziałach państwa w tych podmiotach. Zagadnienia poruszane w tym rozdziale umożliwiają ocenę działań rządu oraz ministra właściwego ds. energii, czyli autorów regulacji prawnych dla polskiego rynku energii elektrycznej, a także ocenę wpływu tych działań na interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Bibliografia rozdziału składa się z regulacji prawnych obejmujących rynek energii w UE, danych statystycznych publikowanych przez Komisję Europejską (Eurostat), GUS, Urząd Regulacji Energetyki odnoszących się do rynku energii, raportów organów nadzorujących przedsiębiorstwa publiczne oraz sprawozdań finansowych największych producentów energii elektrycznej w badanych krajach. W rozdziale wykorzystano doniesienia medialne, polskie i zagraniczne, dostępne w Internecie i związane z tematyką rozdziału.

W rozdziale 4 przedstawiono analizę kondycji finansowej badanych spółek elektroenergetycznych przy wykorzystaniu wskaźników rentowności, zadłużenia oraz rynku kapitałowego. Analiza wskaźników rentowności i zadłużenia obejmuje lata 2017–2022, a wskaźników rynku kapitałowego lata 2010–2022, czyli okresy pozwalające na wyciągnięcie wniosków związanych z efektywnością nadzoru nad tymi spółkami. Głównym celem analizy wskaźnikowej było zbadanie trendów kształtowania się poszczególnych wskaźników, a nie przyczyn wpływających na wartości tych relacji z roku na rok¹⁶. Uzupełnieniem analizy wskaźnikowej jest analiza finansowa segmentów operacyjnych poszczególnych grup elektroenergetycznych pomocna w ocenie ich sytuacji finansowej oraz ocenie polskiej i unijnej polityki energetycznej. Rozdział zawiera ocenę wpływu cen praw do emisji CO₂ (European Union Allowances, EUA¹⁷) na ceny akcji badanych grup elektroenergetycznych. Analizy przeprowadzone w tym rozdziale opierają się na pracach zagranicznych i polskich autorów omawiających metody analizy finansowej oraz analizy regresji. Zostały one przeprowadzone na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych badanych spółek. Ponadto w analizie wykorzystano doniesienia medialne oraz wybrane dane z raportów finansowych odnoszące się do polityki inwestycyjnej wybranych zagranicznych spółek z sektora elektroenergetyki. Analizy regresji,

¹⁶ Zbyt szczegółowa analiza nie jest konieczna dla udowodnienia postawionych hipotez.

¹⁷ EUA – jednostka zbywalna w ramach unijnego systemu handlu uprawnieniami do emisji (EU ETS), dająca posiadaczowi prawo do emisji jednej tony dwutlenku węgla (CO₂) lub równoważnej ilości dwóch silniejszych gazów cieplarnianych – podtlenku azotu (N₂O) i perfluorowęglowodórów (PFC). Dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 października 2003 r. ustanawiająca system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie oraz zmieniająca dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz. Urz. L 275 z 25.10.2003) w art. 3 A definiuje prawa do emisji CO₂ (EUA) jako „pozwolenie na emitowanie jednej tony równoważnika ditlenku węgla przez określony okres czasu, które jest ważne jedynie do celów spełniania wymogów niniejszej dyrektywy i może być przenoszone zgodnie z przepisami niniejszej dyrektywy”.

wskaźnikowa i finansowa segmentów działalności wykonane zostały samodzielnie przez autora¹⁸.

W ostatnim rozdziale przeprowadzono analizę i ocenę rad nadzorczych i zarządów badanych spółek, w szczególności zbadano częstotliwość zmian ich członków, w tym osób sprawujących funkcję prezesa. Poddano też ocenie ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych w analizowanych spółkach poprzez omówienie następujących zagadnień:

- zmiany zapisów w statutach analizowanych spółek, wprowadzające zapis, iż realizują one zadania związane z bezpieczeństwem energetycznym Polski;
- zmiana polityki dywidendowej badanych spółek;
- ogłoszenie planów podwyższenia kapitałów zakładowych badanych spółek poprzez „przesunięcie” kapitałów zapasowych na kapitał zakładowy;
- spowolnienie tempa budowy lądowych farm wiatrowych w Polsce poprzez uchwalenie w 2016 r. tzw. ustawy wiatrakowej;
- plany utworzenia przez rząd Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego.

Podstawowym źródłem danych do opisanie i oceny tych zagadnień są doniesienia medialne dostępne w Internecie. Rozdział ten zamyka propozycja udoskonalenia nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa, w tym nad spółkami elektroenergetycznymi, oparta na rozwiązaniach opisanych w wybranych do analizy porównawczej krajach, wytycznych OECD oraz przemysleniach i doświadczeniach zawodowych autora.

Koncepcja sanacji nadzoru właścicielskiego nad polskimi spółkami Skarbu Państwa, w tym nad analizowanymi spółkami elektroenergetycznymi, stanowiąca kwintesencję badań teoretycznych i empirycznych przeprowadzonych w rozdziałach wcześniejszych, przedstawiona została w formie opisowej, jak również graficznie, co ułatwia percepcję proponowanych rozwiązań.

¹⁸ Autor posiada wieloletnie doświadczenie w zarządzaniu finansami spółek oraz jest członkiem The Association of Chartered Certified Accountants (ACCA).