

**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