

Mirosław WYPYCH
Społeczna Akademia Nauk w Łodzi
Wydział Zarządzania miroslaw.wypych@wp.pl

GIEŁDOWE SPÓŁKI Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA – ASPEKTY FINANSOWE I POZYCJA RYNKOWA

Streszczenie. Spółka z udziałem Skarbu Państwa odzwierciedla fakt zaangażowania kapitałowego państwa w sferę gospodarczą. Jeżeli zaangażowanie to dotyczy spółek giełdowych, to można postawić hipotezę, że państwo pośrednio determinuje sytuację na rynku kapitałowym. Celem artykułu jest weryfikacja tej hipotezy. Badaniem objęto spółki giełdowe, których udziałowcem jest Skarb Państwa. Scharakteryzowano stopień kontroli właścicielskiej, poddano analizie potencjał finansowy tych spółek oraz ich pozycję na rynku giełdowym.

Słowa kluczowe: Skarb Państwa, spółka giełdowa, nadzór właścicielski

STOCK EXCHANGE COMPANIES OWNED BY THE STATE TREASURY – FINANCIAL ASPECTS AND MARKET POSITION

Abstract. Companies owned by the State Treasury reflect the fact that the state capital is involved in the economic sphere. If this involvement is related to stock exchange companies, a hypothesis can be put forward that the state indirectly determines the situation on the capital market. The objective of this article is to verify this hypothesis. The study covers stock exchange companies owned by the State Treasury. The degree of ownership control has been characterized, the financial potential of these companies and their position on the stock exchange market have been analyzed.

Keywords: State Treasury, stock exchange company, ownership supervision

1. Wstęp

Spółka z udziałem Skarbu Państwa jest specyficznym podmiotem gospodarczym, ponieważ jej działalność jest nadzorowana przez organ reprezentujący władze państwowe. Wyraża ona fakt zaangażowania kapitałowego państwa w sferę gospodarczą. Jeżeli

zaangażowanie to dotyczy spółek giełdowych, to można sformułować hipotezę, że sprawowanie nadzoru właścicielskiego przez państwo pośrednio determinuje sytuację na rynku kapitałowym. Celem artykułu jest weryfikacja tej hipotezy. Badaniem objęto 17 spółek giełdowych, w których udziały posiada Skarb Państwa. Obok charakterystyki stopnia kontroli właścicielskiej nad spółkami, analizie poddano potencjał finansowy tych spółek i ich pozycję na rynku giełdowym. Na podkreślenie zasługuje fakt, że niemal wszystkie spółki giełdowe, których udziałowcem jest Skarb Państwa znajdują się na liście 24 podmiotów o strategicznym znaczeniu dla gospodarki, a więc są ważne z punktu widzenia ekonomicznego bezpieczeństwa kraju i mogą odgrywać rolę liderów w procesie rozwoju gospodarczego.

2. Spółka z udziałem Skarbu Państwa – problemy ogólne

Pojęcia „spółka Skarbu Państwa” oraz „spółka z udziałem Skarbu Państwa” dotychczas kojarzyły się z Ministerstwem Skarbu Państwa. Spółka Skarbu Państwa jest szczególnego rodzaju spółką, wykorzystywaną do prowadzenia działalności gospodarczej w imieniu państwa. Utworzona zostaje zwykle w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w jednoosobową spółkę akcyjną, opartą na mieniu państwowym. Spółka ta wstępuje we wszystkie stosunki prawne, których podmiotem było przedsiębiorstwo państwowe, bez względu na charakter tych stosunków. Z prawnego punktu widzenia spółka SP staje się podmiotem, którą obowiązują uregulowania zawarte w Kodeksie spółek handlowych. Z kolei spółka z udziałem SP jest pojęciem szerszym, ponieważ obejmuje także podmioty, w których Skarb Państwa nie jest jedynym właścicielem. W tym przypadku można wyróżnić te, w których Skarb Państwa ma większość udziałów (tzw. pakiet kontrolny) oraz gdzie ma ich mniej niż z połowę [5].

Spółki z udziałem SP stanowią konsekwencję przekształceń własnościowych, związanych z transakcjami sprzedaży akcji jednoosobowych spółek SP podmiotom niepaństwowym. W okresie od października 1990 r. do końca września 2016 r. zawartych zostało ponad 2400 transakcji zbycia akcji (udziałów) spółek nadzorowanych przez Ministerstwo Skarbu Państwa (wcześniej Ministerstwo Przekształceń Własnościowych). Były one realizowane były w różnych formach. Najwięcej transakcji dokonało się na podstawie zgody Rady Ministrów (634) oraz zaproszenia do rokowań (330). Znaczącą rolę odegrały także takie formy jak przetarg publiczny (242 transakcje) oraz aukcje ogłoszone publicznie (105). Transakcje zbycia akcji zrealizowane w ofercie publicznej związane z emisją akcji na rynku giełdowym dotyczyły 66 spółek, natomiast ze sprzedażą akcji na rynku regulowanym 334 spółek [7].

Największe przychody ze sprzedaży akcji i udziałów w ramach procesów prywatyzacyjnych osiągnięto w 2010 r. – ponad 22 mld zł. W kolejnych latach przychody z tego tytułu systematycznie zmniejszały się a w latach 2015 i 2016 nie przekroczyły nawet

50 mln zł (tabela 1). Podobne tendencje wystąpiły w odniesieniu do liczby sprywatyzowanych spółek (spadek ze 169 w 2011 r. do 52 w 2015 r. i 15 w 2016 r.) Na uwagę natomiast zasługują przychody z dywidend zasilające budżet państwa. Od 2013 r. kwoty z tego tytułu są wyższe od przychodów ze sprzedaży. Spółki z udziałem SP w okresie 2011 – 2016 wpłaciły do budżetu 28,8 mld zł, najwięcej w latach 2012 (7,8 mld zł) i 2013 (6,4 mld zł).

Tabela 1

Przychody budżetu państwa z tytułu z prywatyzacji i dywidend w latach 2011 - 2016

Rok	Podmioty sprywatyzowane	Przychody z prywatyzacji	Dywidendy
		mln zł	
2011	169	13.059	5147
2012	113	9.158	7774
2013	77	4.396	6414
2014	67	1.006	3844
2015	52	44	4548
2016	15	44	1063

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [6].

Z dniem 1 stycznia 2017 r. na mocy *Ustawy o zasadach zarządzania majątkiem państwowym* oraz *Ustawy Przepisy wprowadzające ustawę o zasadach zarządzania mieniem państwowym* Ministerstwo Skarbu Państwa zostało postawione w stan likwidacji. Na podstawie stosownego rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 3 stycznia 2017 r. uprawnienia właścicielskie w stosunku do spółek nadzorowanych dotychczas przez MSP przejęli ministrowie, pełnomocnicy rządu lub państwowe osoby prawne. Premier pełni funkcję koordynatora. Na liście znalazły się 432 spółki. Najwięcej, bo ponad 240 podmiotów zarządzane jest przez ministra rozwoju i finansów. Wśród nich są m. in. PKO BP i PZU. Minister energii nadzoruje 42 podmioty. Dotyczy to między innymi giełdowych spółek KGHM, PKN ORLEN, PGE, PGNIG. Minister obrony narodowej wziął w zarząd ponad 20 spółek, w tym: Hutę Stalowa Wola, Polską Grupę Zbrojeniową, Polski Holding Obronny.

Na szczególną uwagę zasługuje wskazany w artykule 13 *Ustawy o zasadach zarządzania mieniem państwowym* wykaz spółek, których akcje nie mogą być zbyte. Obejmuje on 24 spółki o strategicznym znaczeniu dla gospodarki, w tym aż 16 spółek, których akcje są notowane na giełdzie a także m.in. Polską Grupę Zbrojeniową oraz Polski Holding Obronny.

Zmiana uregulowań prawnych nie ma wpływu na interpretację spółki z udziałem SP jako formy organizacyjno prawnej przedsiębiorstwa. Zmienia się jedynie sposób realizacji praw z akcji Skarbu Państwa poprzez przekazanie zarządzania nad spółkami do resortów.

3. Potencjał finansowy giełdowych spółek z udziałem Skarbu Państwa

Najogólniej przez potencjał przedsiębiorstwa rozumie się ogół jego zasobów, od których zależą możliwe rozmiary prowadzonej działalności gospodarczej i miejsce przedsiębiorstwa na rynku [4, s. 156]. W innym ujęciu potencjał przedsiębiorstwa dotyczy określonych możliwości jego funkcjonowania i rozwoju, które oparte są na szczególnych zdolnościach, na kompetencjach, na sprawnościach zawartych w zasobach przedsiębiorstwa, a także na umiejętności korzystania z zasobów otoczenia [2, s. 390; 3, s. 77]. Potencjał przedsiębiorstwa uwarunkowany jest zatem jego zasobami, ich strukturą oraz umiejętnością tworzenia optymalnych kombinacji zasobów. Obok zasobów wyznacznikiem potencjału są cechy kierownictwa, które decydują o przetrwaniu przedsiębiorstwa i o jego rozwoju. Chodzi tu o sprawność decyzyjną menedżerów zarządzających firmą, ich kreatywność, zdolność adaptacyjną, czy gotowość do ponoszenia ryzyka.

Z interesującego nas punktu widzenia istotny jest potencjał tkwiący w zasobach finansowych, które są następstwem finansowania przedsiębiorstwa. Proces finansowania obejmuje dwa etapy inwestowania kapitału [1, s. 10]:

- przez właścicieli i wierzycieli – inwestowanie w przedsiębiorstwo,
- przez przedsiębiorstwo – w aktywa niezbędne do prowadzenia działalności.

Wyróżnikiem inwestowania kapitału w ujęciu księgowym są aktywa przedsiębiorstwa oraz kapitały własne, na które składają się środki wniesione przez właścicieli oraz zyski wypracowane przez przedsiębiorstwo. Kapitały udostępnione przedsiębiorstwu przez wierzycieli mają charakter zwrotny, stanowią uzupełnienie kapitałów własnych, umożliwiając poszerzenie bazy finansowania i przez to pozwalają na zwiększenie rozmiarów działalności. To kapitały własne tworzą fundament funkcjonowania przedsiębiorstwa, są zaangażowane długoterminowo i dlatego słusznie uznawane za najbardziej stabilne źródło finansowania. Ponieważ końcowym rezultatem zastosowania aktywów w działalność przedsiębiorstwa są określone dobra w postaci produktów i usług, które są także swoistego rodzaju zasobami, potencjał finansowy przedsiębiorstwa można wyrażać również wartością przychodów ze sprzedaży. Jest to tym bardziej uzasadnione, że między innymi na podstawie wartości sprzedaży ocenia się pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa na rynku. Reasumując powyższe, miernikami potencjału finansowego przedsiębiorstwa, które zostaną wykorzystane do charakterystyki aspektów finansowych giełdowych spółek z udziałem Skarbu Państwa są:

- wartość aktywów,
- wartość kapitałów własnych,
- wynik finansowy netto,
- wartość przychodów ze sprzedaży.

Zgodnie ze stanem na koniec 2016 r. Skarb Państwa był udziałowcem ponad 400 spółek, z czego kontrolował 48 (większościowy pakiet kontrolny akcji). W tej grupie znajduje się 17

spółek notowanych na WGPW, doskonale znanych polskim inwestorom giełdowym. Ich wykaz wraz z informacją o wartości aktywów, kapitału zakładowego i kapitału własnego oraz o udziale w ilości akcji przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Wybrane charakterystyki spółek z udziałem Skarbu Państwa notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na 31.12.2016)

Spółka	Aktywa (mln zł)	Kapitał własny (mln zł)		Udział w liczbie akcji (%)
		ogółem	w tym: kapitał zakładowy	
PKO BP	285572	32 584	1 250	29,4
PZU	125345	13 010	86	34,2
PGE	67474	42 679	19 165	58,4
PKN ORLEN	55559	26 763	535	27,5
PGNiG	49672	32 013	5 778	72,3
TAURON	33456	16 649	8 762	30,1
KGHM	33442	15 772	2 000	31,8
ENEA	24537	12 167	441	51,5
LOTOS	19326	8 611	185	53,2
ENERGA	18731	8 777	4 521	51,5
JSW	11520	4 003	587	54,8
GRUPA AZOTY	10777	6 367	496	33,0
PKP CARGO	6491	3 243	2 239	33,0
PHN	2681	1 965	46	69,9
POLICE	2060	1 096	750	5,0 (79,8)*
GPW	1157	748	42	35,0
BĘDZIN	727	156	16	5,0

*)W nawiasie uwzględniono również udział w akcjonariacie spółki AZOTY (66,0%) oraz Agencji Rozwoju Przemysłu (8,8%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie serwisu internetowego Bankier.pl. oraz [5].

Większościowe pakiety akcji (ponad 50%) Skarb Państwa posiada w siedmiu spółkach. Ponadto o kontrolnych pakietach akcji można mówić w odniesieniu do spółek, w których akcjonariuszami są inne spółki. GRUPA AZOTY posiada 96% akcji w spółce PUŁAWY oraz 66% w spółce POLICE. Również 66% akcji spółki BOGDANKA posiada ENEA. Jeżeli chodzi o spółkę BĘDZIN, jest ona w kontrolowana przez osoby fizyczne, a Skarb Państwa z 5% udziałem nie ma tu, w odróżnieniu od pozostałych spółek, wpływu na decyzje zarządcze. Analizując aktywa, największym potencjałem dysponują instytucje finansowe: PKO BP i PZU (łącznie 411 mld zł, co stanowi 55% ogółu aktywów giełdowych spółek z udziałem Skarbu Państwa). Specyfiką instytucji finansowych jest jednak to, że ich aktywa bazują na środkach deponowanych przez ich klientów, dlatego wartość kapitałów własnych PKO BP i PZU wynosi jedynie 45,6 mld zł, a więc tylko 20% ogółu aktywów objętych badaniem spółek. Z pozostałych spółek największym pod względem wartości potencjałem majątkowym mogą się wykazać PGE, PKN ORLEN oraz PGNiG, które dysponują także największymi zasobami kapitału własnego (45% kapitału własnego ogółem analizowanych spółek). Z decyzyjnego punktu widzenia istotne znaczenie ma relacja między kapitałem

zakładowym a aktywami. Emisja akcji odnosi się bowiem do kapitału zakładowego. Inwestor posiadający większościowy udział w spółce o relatywnie niskim kapitale zakładowym może mieć wpływ na zarządzanie spółką o relatywnie dużym potencjale majątkowym. Przykładem są spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa ENEA, LOTOS i JSW, których łączny kapitał zakładowy wynosi 1,2 mld zł, a wartość aktywów przekracza 55 mld zł. Największymi dysproporcjami między aktywami a kapitałem zakładowym charakteryzują się PZU (relacja aktywa/kapitał zakładowy wynosi aż 1457 razy) oraz PKO BP (228 razy), a z pozostałych spółek: Lotos (104,5) i PKN ORLEN (103,9). Średnio dla ogółu spółek objętych badaniem aktywa 16-krotnie przewyższają kapitał zakładowy.

Ocena finansowych aspektów funkcjonowania spółek powinna uwzględniać dłuższy horyzont czasowy. Zbiorcze informacje charakteryzujące potencjał finansowy giełdowych spółek z udziałem SP w latach 2011-2016 przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

Podstawowe charakterystyki potencjału finansowego giełdowych spółek z udziałem SP w latach 2011 - 2016

Lata	Przychody ze sprzedaży	Wynik finansowy netto	Aktywa	Kapitały własne	Wskaźniki rentowności (%)		
					ROS	ROA	ROE
mln zł							
2011	301 960	32 149	533 457	206 459	10,6	6,1	16,1
2012	344 251	25 585	550 616	216 068	7,4	4,7	12,1
2013	324 760	19 199	573 452	223 244	5,9	3,4	8,7
2014	314 813	11 285	644,520	226 175	3,6	1,9	5,0
2015	291 452	-2 563	693 038	217 089	-0,8	-0,4	-1,2
2016	280 132	13 628	747 630	226 360	4,9	1,2	6,1
Relacja 2016/2011	0,927	0,424	1,401	1,096	x	x	x

Źródło: Opracowanie własne na podstawie serwisu internetowego Notoria Serwis.

Stosunkowo dobra sytuacja finansowa giełdowych spółek z udziałem SP w 2011 r. w kolejnych latach zaczęła ulegać pogorszeniu. W 2012 r. mimo wzrostu przychodów ze sprzedaży wynik finansowy netto uległ zmniejszeniu. W następnych okresach obserwujemy spadkową tendencję zarówno przychodów ze sprzedaży, a przede wszystkim wyniku finansowego netto (w 2015 r. spółki jako całość wykazały stratę w kwocie 2,5 mld zł). Konsekwencją jest gwałtowne obniżenie poziomu wskaźników rentowności, których poziom w 2011 r. był stosunkowo wysoki. W 2016 r. tylko spółki paliwowe (PKN ORLEN, LOTOS i PGNiG) oraz spółka POLICE miały wyższy poziom zysku netto w porównaniu do 2011 r. Zysk netto w PZU był niższy o 17%, a w PKO BP aż o 25%.

Podstawową przyczyną obniżenia wyniku finansowego netto były wszelkiego rodzaju odpisy aktualizujące wartość aktywów. Sama idea odpisu polega na zapewnieniu, że wartość aktywów, które spółka ma w swoim bilansie, nie jest zawyżona. Zgodnie z zasadą sprawozdawczości wartość aktywów nie powinna przekraczać ich wartości odzyskiwanej, czyli

korzyści, które te aktywa w przyszłości generują. Jeżeli w otoczeniu gospodarczym dzieje się coś, co powoduje pojawienie się wątpliwości dotyczące tych spodziewanych korzyści, to spółka jest zobowiązana do przeprowadzenia testu na utratę wartości.

Już w 2012 r. w KGHM, mimo wzrostu sprzedaży o 4,6 mld zł, zysk netto obniżył się z 11 mld zł do 4,7 mld zł, natomiast w latach 2015 i 2016 spółka ta odnotowała gigantyczne straty – łącznie 9,3 mld zł. Wpływ na to miały między innymi odpisy aktualizujące, wynikające ze spadku cen miedzi oraz utraty wartości należących do spółki kopalń w Chile, Kandyzie i USA. Odpisów aktualizujących wartość aktywów w 2015 r. dokonały również TAURON (4,9 mld zł), JSW (2,7 mld zł), ENEA (1,7 mld zł), a także na mniejszą skalę PGNiG, Lotos i PKN ORLEN – w tym przypadku wynikało to głównie ze zmian cen surowców energetycznych i dotyczyło aktualizacji wartości zapasów (w przypadku JSW także z likwidacji aktywów trwałych w związku z restrukturyzacją). Łącznie w 2015 r. odpisy aktualizacyjne przekroczyły 17 mld zł, a ujemny wynik finansowy odnotowało 6 spółek: największą stratę wykazały: KGHM (5 mld zł), JSW (3,3 mld zł) oraz PGE (3,0 mld zł). Dokonywanie odpisów aktualizujących jest zatem wynikiem oceny przez spółkę wpływu zmian w otoczeniu makroekonomicznym na wartość ich aktywów.

4. Pozycja giełdowa spółek z udziałem Skarbu Państwa

Znaczący potencjał finansowy giełdowych spółek z udziałem SP, wyrażający się w aktywach (blisko 750 mld zł w 2016 r.) i kapitale własnym (226 mld zł) niewątpliwie musi mieć wpływ na to, co dzieje się na Giełdzie Papierów Wartościowych. Spółki te działają w kluczowych dla gospodarki sektorach, mają ugruntowaną pozycję i relatywnie duży udział w rynku. Udział Skarbu Państwa gwarantuje ponadto wsparcie finansowe dla spółki w przypadku gorszej koniunktury. Z tego względu spółki te wybierane są przez inwestorów do budowania stabilnego portfela, tym bardziej, że większość z nich wypłaca dywidendy.

Wyróżnikiem pozycji rynkowej spółki giełdowej jest jej wartość rynkowa. Wartość rynkowa spółki podlega bieżącej wycenie przez rynek giełdowy. Ścierają się na nim oczekiwania inwestorów dotyczące efektywności alokacji kapitału powierzonego spółce. Inwestorzy oceniają potencjał dochodowy i możliwości rozwojowe spółek. Wartość rynkowa spółki nie może być utożsamiana z wartością bilansową kapitałów własnych, która jest wartością księgową. Relacja wartości rynkowej do wartości księgowej charakteryzuje zatem rynkową wyceną kapitału własnego i przez analityków finansowych określana jest mianem wskaźnika P/BV (cena/wartość księgową). Zgodnie z koncepcją zarządzania przez wartość poziom tego wskaźnika powyżej

1 oznacza, że spółka jest wyceniona przez rynek powyżej swojej wartości księgowej tzn. kreuje wartość dodaną.

Oceny pozycji rynkowej spółek z udziałem SP dokonano na podstawie danych za lata 2013-2016, ponieważ spółki ENERGA, PHN oraz PKP CARGO debiutowały na giełdzie w 2013 r. Mimo, że liczba spółek z udziałem SP stanowi niewielki odsetek w ogólnej zbiorowości spółek notowanych na giełdzie (3,9% spółek krajowych), to ich udział w kapitalizacji giełdy jest bardzo wysoki. W 2013 r. wynosił on 63,2%, jednak w ciągu trzech lat uległ obniżeniu do 59,0%. Wynika to ze zmniejszenia wartości rynkowej spółek z udziałem SP z 236 mld zł w 2013 r. do 212 mld zł w 2016 r. (o 10%), gdy tymczasem wartość rynkowa ogółu spółek obniżyła się w tym okresie o 6,1% (z 593 mld zł do 557 mld zł). W uzupełnieniu dodać należy, że aż dziesięć z tych spółek wchodzi w skład indeksu giełdowego WIG20, obejmującego 20 największych spółek, których ich udział w wartości wszystkich spółek z tego indeksu wynosi nieco ponad 90%, a w wartości pakietu 60%. Spółki z udziałem SP odgrywają także ważną rolę w indeksie WIGdiv, obejmującym 30 spółek o najwyższej stopie dywidend. W 2015 r. w składzie portfela indeksu WIGdiv znajdowało się 9 spółek z udziałem SP, a ich udział w wartości pakietu akcji składających się na ten indeks wynosił 52,8%, w 2016 r. liczba spółek zmniejszyła się do 5, a udział w wartości pakietu do 35,3%.

Oba indeksy traktowane są jako charakterystyki tendencji rozwoju rynku kapitałowego i uznawane jako parametry obrazujące makroekonomiczną sytuację gospodarczą kraju. Są bacznie obserwowane przez inwestorów giełdowych, którzy oceniając potencjał dochodowy i możliwości rozwojowe spółek, podejmują decyzje o kupnie lub sprzedaży akcji. Odzwierciedleniem tych decyzji są zmiany kursów akcji wyrażające się w stopach zwrotu oraz wycena rynkowa kapitału własnego (wskaźnik P/BV). Jak wynika z informacji zamieszczonych w tabeli 4 pozycja rynkowa spółek z udziałem SP pozostawia wiele do życzenia, a w latach 2013 – 2016 uległa pogorszeniu.

Dodatnią stopę zwrotu z inwestycji w akcje za okres 2013-2016 (bez uwzględnienia dywidend) odnotowano zaledwie w odniesieniu do 6 spółek. Miało to istotny wpływ na kształtowanie się indeksów giełdowych WIG20 i WIGdiv – wartość pierwszego z nich na koniec 2016 r. była niższa w porównaniu z 2013 r. o 19,9%, zaś drugiego 8,1%. Tymczasem indeks WIG, obliczany dla wszystkich spółek notowanych na giełdzie, wzrósł o 1 %. Oznacza to, że inwestorzy giełdowi, relatywnie rzecz ujmując, wyżej wyceniali spółki całkowicie sprywatyzowane niż spółki nadzorowane przez SP. Również rynkowa wycena kapitału własnego jest niekorzystna. O ile w 2013 r. wskaźnik P/BV dla ogółu spółek z udziałem SP przekraczał poziom 1 (1,04), to trzy lata później wyniósł tylko 0,94. Istotny wpływ na to miało pogorszenie

wartości tego wskaźnika w spółkach finansowych (PZU, PKO BP) i spółkach energetycznych (PGE, ENEA, ENERGA, TAURON).

Tabela 4

Podstawowe wskaźniki oceny pozycji na rynku giełdowym spółek z udziałem SP
w latach 2013 - 2016

Spółki	Wartość rynkowa w mln zł (31.12 2016)	Stopa zwrotu z akcji (%)	Cena/Wartość księgowa (P/BV)	
		2016/2013	2013	2016
PKNORLEN	36 483	108,0	0,62	1,47
PKOBP	35 175	-28,6	2,02	1,09
PGNIG	33 217	9,4	1,06	1,07
PZU	28 677	-26,0	3,06	2,32
PGE	19 539	-35,8	0,70	0,48
KGHM	18 496	-21,6	1,04	0,90
JSW	7 854	25,9	0,75	2,21
LOTOS	7 071	53,6	0,51	0,83
GRUPA AZOTY	6 217	0,3	0,99	0,94
TAURONPE	4 994	-34,8	0,43	0,31
ENEA	4 194	-30,1	0,53	0,35
ENERGA	3 743	-43,3	0,84	0,43
PKP CARGO	2 105	-43,5	1,09	0,66
POLICE	1 688	-6,6	1,70	1,38
GPW	1 676	-3,8	2,86	2,32
PHN	785	-34,4	0,61	0,40
BĘDZIN	73	15,9	0,75	0,48
Razem	211987	x	1,04	0,94

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Biuletynów Statystycznych GPW (2013-2016) i Roczników Giełdowych GPW (2013-2016).

5. Zakończenie

Wyniki badania jednoznacznie weryfikują prawdziwość sformułowanej hipotezy. Spółki z udziałem SP reprezentują znaczący potencjał finansowy, który nie jest w pełni wykorzystany, o czym świadczy tendencja spadkowa zarówno poziomu rentowności, jak i wskaźników pozycji rynkowej. Częściowo jest to uwarunkowane czynnikami koniunkturalnymi, związanymi z wahaniami cen surowców na rynkach światowych i niestabilnością rynków finansowych. Nie bez znaczenia są działania restrukturyzacyjne w górnictwie węgla kamiennego, w których finansowanie zaangażowane są spółki energetyczne oraz wprowadzenie tzw. podatku bankowego. Jednak inwestorzy giełdowi negatywie reagują również na arbitralne decyzje podejmowane przez rząd bądź opinie wyrażane przez przedstawicieli rządu. Przykładem jest wypowiedź ministra energii w dniu 21.09.2016 r. dotycząca celowości podwyższania kapitału zakładowego z zasobów kapitału zapasowego w spółkach energetycznych. Rynek giełdowy zareagował na to spadkiem w ciągu trzech dni kursu akcji spółek: PGE o 7,6%, ENEA o 7,2%, TAURON o 5,9%. Podobna sytuacja wystąpiła po decyzji związanej z dokapitalizowaniem

przez spółki energetyczne Polskiej Grupy Górniczej w celu nabycia wybranych aktywów Katowickiego Holdingu Węglowego. Po ogłoszeniu komunikatu w tej sprawie pod koniec marca 2017 r. w ciągu dwóch tygodni kurs akcji spółki ENERGA obniżył się o 10,5%, spółki ENEA o 7,5% a spółki PGE o 6,7%. Inwestorzy negatywnie oceniają także zmiany obsady stanowisk we władzach spółek. Po objęciu władzy przez PiS na ogólną liczbę 82 członków zarządu stanowiska zachowało 13 osób, natomiast w radach nadzorczych spośród 130 członków zmiany nie dotyczyły 35 osób. Dochodzi także do wymiany składu władz powołanych przez nową ekipę rządzącą. Do końca marca 2017 r. w odniesieniu do zarządu odnotowano 18 takich przypadków, w radach nadzorczych aż 37. Ma to wpływ na niestabilność procesu zarządzania spółką.

Bibliografia

1. Duleniec A.: Finansowanie przedsiębiorstwa. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
2. Słodkiewicz A.: Kształtowanie i wykorzystanie potencjału organizacji – studium przypadku. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2014, nr 349.
3. Stankiewicz M.J. (red.): Budowanie potencjału konkurencyjności przedsiębiorstw. TNOiK, Toruń 1999.
4. Towarnicka H.: Kapitał przedsiębiorstwa i jego zmiany, [w:] Lichtarski J. (red.) Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2005.
5. Skopowska A.: Giełdowe spółki Skarbu Państwa w pigułce. Stowarzyszenie inwestorów indywidualnych, <http://www.sii.org.pl> (14.09.2015).
6. Raporty o ekonomicznych, finansowych i społecznych skutkach prywatyzacji. Ministerstwo Skarbu w likwidacji, (<https://bip.msp.gov.pl> (dostęp 15.05.2017)).
7. Transakcje zbycia akcji lub udziałów. Ministerstwo Skarbu Państwa w likwidacji. (<https://bip.msp.gov.pl> (dostęp 15.05.2017)).
8. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 stycznia 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. 2017, poz.10).
9. Ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania majątkiem państwowym (Dz.U. 2016 poz. 2259).
10. Ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. Przepisy wprowadzające ustawę o zasadach zarządzania mieniem państwowym (Dz.U. 2016 poz. 2260).