

mgr Piotr Międlar

Streszczenie

**Wpływ prywatyzacji na koszt kapitału w przedsiębiorstwach sektora energetycznego**

**The impact of privatization on the cost of capital in energy sector companies**

Promotor:

dr hab. Ireneusz Dąbrowski, prof. SGH

Warszawa 2023

Praca doktorska dotyczy zagadnienia kosztu kapitału w przedsiębiorstwie w aspekcie jego prywatyzacji. Polskie bogate doświadczenia prywatyzacyjne ostatnich lat pozwalają na uchwycenie tego zjawiska od finansowej strony w oparciu o teoretyczne podejście do zmiany struktury właścicielskiej oraz pozostałe czynniki mające wpływ na wskaźniki finansowe. Badanymi przedsiębiorstwami były prywatyzowane spółki przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 1998-2021 z sektora energetycznego.

Głównym **celem badawczym** rozprawy jest badanie wpływu prywatyzacji pośredniej, kapitałowej na koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Zbadanie takiej zależności wymaga przeprowadzenia analizy finansowej przedsiębiorstw w okresie przed i po prywatyzacji. **Problemem badawczym pracy jest** analiza **wpływu** prywatyzacji pośredniej na koszt kapitału   
w przedsiębiorstwie, natomiast **hipoteza badawcza** traktuje o formie prywatyzacji i brakuj jej wpływu na koszt kapitału w przedsiębiorstwie.

Model prywatyzacji polskiej gospodarki przyjęty został w ustawie o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 13 lipca 1990r., a był on o charakterze ekwiwalentnym z elementami uwłaszczania przez pracowników jak i obywateli. Model liberalny, który następnie był implementowany w polskiej gospodarce zakładał udział inwestorów zagranicznych, którzy dysponowali odpowiednią ilością kapitału do tego rodzaju inwestycji. Wykup przedsiębiorstw przez zagraniczne organizacje dawał możliwość transferowania kapitału do krajów macierzystych, co powodowało brak dalszego inwestowania w technologię na rynku polskim. Pierwsze negatywne doświadczenia dotyczące wykupywania przedsiębiorstw poniżej ich ceny odtworzeniowej skierowały rządzących do zaangażowania inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym. Narodowe Fundusze Inwestycyjne nie spełniły swoich założeń, natomiast cały czas aktualne jest podejście prywatyzacji zakładającej tworzenie grup przedsiębiorstw   
i sprzedaż rozwiniętych podmiotów inwestorom branżowym. Ekonomiczne cele prywatyzacji wiążą się bezpośrednio z celami społecznymi i makroekonomicznymi, czyli zapewnieniem zatrudnienia określonej liczby obywateli oraz zrównoważeniem bilansu handlowego kraju.

W Polsce prywatyzacja z wykorzystaniem rynków kapitałowych odbywała się w trzech różnych formach. Skarb Państwa sprzedawał pakiet całościowy inwestorowi branżowemu lub całkowicie uwłaszczano przedsiębiorstwo. W drugiej formie Skarb Państwa emitował akcje   
a poprzez Giełdę Papierów Wartościowych sprzedawał tylko część swojego pakietu. W trzeciej formie emitowane akcje stanowiły podwyższenie kapitałów własnych przedsiębiorstwa, rozwadniając procentowy udział Skarbu Państwa w akcjonariacie. Prywatyzacja w takiej formie miała na celu zaangażowanie nowych inwestorów do restrukturyzacji i inwestowania   
w kapitałochłonne przedsięwzięcia. Celami programów prywatyzacyjnych było kreowanie konkurencyjnych podmiotów gospodarczych o silnej pozycji rynkowej, mających stabilne podstawy finansowe i optymalne możliwości wzrostu. Początkowa faza transformacji gospodarki wiązała się z brakiem kapitału i nierozwiniętym rynkiem finansowym. Z biegiem czasu zmieniało się to i sytuacja poprawiała się. Przyczyn rozwoju jest wiele, ale sama potrzeba rozbudowy infrastruktury rynku kapitałowego i dostosowanie jej do potrzeb prywatyzacyjnych była jednym z tych czynników.

Prywatyzacja badanych spółek odbywała się w różnych okresach, co miało wpływ na przeprowadzone badania i ich wyniki. Prywatyzacja przeprowadzona na przestrzeni 30 lat niosła za sobą zmiany w obrębie otoczenia prawnego, otocznia finansowego, rozwoju rynku finansowego, dostępności nowych form finansowania, a przede wszystkich podejścia do prywatyzacji przez zmieniające się co kadencję rządy. Prywatyzowane przedsiębiorstwa z sektora energetycznego przez giełdę papierów wartościowych odbywało się od 1998-2013 roku. Prywatyzacja spółek energetycznych nie była spowodowana perspektywą upadłości tych przedsiębiorstw, a chęcią urynkowienia ich działania, pozyskania większych możliwości finansowania modernizacji kapitałochłonnej infrastruktury z zachowaniem kontroli przez państwo. Prywatyzacja przez giełdę jest najbardziej transparentną formą z uwagi na szereg nadzorców i kontroli urzędów takich jak Giełda Papierów Wartościowych, Komisja Nadzoru Finansowego. Nabywcy akcji mogą być rozproszeni, a dostarczyć mogą kapitał o podobnej wartości jak inwestor branżowy inwestujący poza rynkiem giełdowym. Rynek kapitałowy jest w organizmie rynków finansowych sercem. Sprawne funkcjonowanie giełdy kreuje wartość dodaną dla przedsiębiorstw i całych gospodarek. Efektywność alokowania kapitału w gospodarkach przekształcających się na gospodarki rynkowe ma jeszcze większe znaczenie niż w tych dojrzałych.

Ważnym aspektem prywatyzacji w Polsce jest rozwój rynków finansowych przez akcesję Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku i tym samym łatwiejszy dostęp do zagranicznych kapitałów i dostosowywanie regulacji finansowych do tych obowiązujących w innych krajach Unii. Polska mimo swojej krótkiej historii w gospodarce wolnorynkowej w sposób szybki zmieniała wewnętrzne regulacje, ażeby Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie przynosiła korzyści dla inwestorów i była konkurencyjnym pośrednikiem pozyskiwania kapitału. Prywatyzacja majątku państwowego przeprowadzana w sposób właściwy reguluje stosunku biznesowe w gospodarce rynkowej. Przynosi to skutek w postaci wzrostu efektywności i poprawia konkurencyjność. Sektor energetyczny, który jest sektorem o znaczeniu strategicznym dla każdego kraju, posiadał duże zainteresowanie wśród inwestorów, dlatego polskie rządy przygotowały najpierw konsolidację tego sektora, a dopiero później następowała prywatyzacja pośrednia.

Ważnymi czynnikami wpływającymi na tę strukturę jest między innymi rynek produktu oraz czynniki charakterystyczne dla danego sektora. Większe zadłużenie wykazują przedsiębiorstwa o dużym udziale majątku rzeczowego, natomiast mniejsze wśród organizacji mających wysoki udział wartości niematerialnych i prawnych. Wobec powyższych stwierdzeń autor rozprawy doktorskiej podjął próbę grupowania wyników weryfikujących hipotezę badawczą ze względu na branżę, w której prywatyzowane przedsiębiorstwa działają.

Przedsiębiorstwa badano poprzez analizę finansową. Kapitał traktowano   
w rozprawie w przeważającej części stricte w kategoriach wartości pieniężnych, spełniających funkcje rozliczeniowe, mające wartość ekonomiczną. Mimo to, autor nie pominął   
w rozdziale teoretycznym przedstawienia innych pojęć kapitału. Analizując sprawozdania finansowe posługiwano się danymi rachunkowymi ze sprawozdań finansowych.

Przy przeprowadzaniu badań, weryfikacji hipotezy i analiz wyżej wymienionych zależności i procesów ekonomicznych wykorzystano następujące metody badań:

* studium przypadku,
* analizy danych finansowych,
* analizy graficzno-porównawczej,
* analizy statystycznej,
* analizy hipotetycznej i dedukcyjnej,
* deskryptywne.

Praca składa się z 5 rozdziałów. Trzech teoretycznych, dwóch metodologiczno-empirycznych.   
W rozdziałach teoretycznych przestudiowana została literatura krajowa i zagraniczna. Teoretyczne rozdziały dotyczą teorii prywatyzacji, struktury kapitału, kosztu kapitału, źródeł finansowania przedsiębiorstw oraz metod wyceny ich wartości. W badawczych rozdziałach przeprowadzona jest analiza finansowa poszczególnych przedsiębiorstw, przedstawiona została specyfika sektora, czynniki mające wpływ na problem badawczy i podsumowana została weryfikacja hipotezy badawczej.

W pierwszym, teoretycznym rozdziale przeanalizowano uwarunkowania prywatyzacji przedsiębiorstw pod kątem prawnym i ekonomicznym. Przedstawione zostały formy, metody oraz techniki prywatyzacji.

Kapitał w przedsiębiorstwie warunkuje je do funkcjonowania, najczęściej rozumiany jest   
w charakterze finansowym jako ogół środków pieniężnych, które finansują aktywa. W ujęciu rachunkowym nawiązuje do pasywów w bilansie przedsiębiorstwa. Kapitał niesie ze sobą informację o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, ułatwia planowanie rozwoju oraz pozwala kształtować efektywność funkcjonowania organizacji gospodarczych. Rozdział **drugi** pracy dotyczy teorii kosztu kapitału. Teorie te opierają się przede wszystkim na rozróżnieniu źródeł pozyskanego kapitału i wykorzystaniu metody określającej jego koszt. Rozróżnione w tej części są szczegółowo typy źródeł finansowania przedsiębiorstw oraz dokładny podział na kapitał własny, obcy oraz ich koszt. W zakresie pojęcia źródeł finansowania przedsiębiorstw zawiera się zagadnienie jakości infrastruktury rynku finansowego, zatem podjęto również próbę przedstawienia tego tematu. W przypadku kosztu kapitału obcego utożsamia się go w prostej wersji jako odsetki od kapitału, natomiast w wersji rozszerzonej zmienny o stopę procentową. Oprocentowanie kapitału obcego powiększone może być o prowizje. Koszt kapitału własnego określa się w wersji prostej o model Gordona, czyli zdyskontowanych dywidend, a w wersji rozszerzonej jako model wyceny aktywów kapitałowych - *capital assets pricing model (*CAPM). Koszt kapitału własnego obliczyć można na rynkach rozwiniętych poprzez kalkulację wszystkich składników lub wybranie czynników regionalnych lub sektorowych.

W rozdziale **trzecim** zawarto teorie dotyczące struktury kapitału i wyceny wartości przedsiębiorstwa. Strukturę kapitału w przedsiębiorstwach można rozumieć wieloznacznie. Struktura źródeł finansowania wskazuje wielkość pozyskanych środków finansowych obcych   
w stosunku do kapitałów własnych. Wykorzystać można wskaźniki zobowiązań do aktywów lub kapitałów własnych, które ułatwiają klasyfikację przedsiębiorstw i pozwalają w łatwy sposób porównać ich sytuację finansową. Strukturę kapitału definiować można jako strukturę pasywów, co oznaczać będzie, iż jest to struktura finansowania przedsiębiorstwa. Jeśli struktura kapitału będzie tylko strukturą kapitału stałego, wówczas pojęcie to będzie węższe od struktury finansowania. Podobna sytuacja będzie w przypadku utożsamienia struktury kapitału ze strukturą wyemitowanych papierów wartościowych – własnościowych oraz dłużnych.

Zarządy organizacji chcąc maksymalizować wartość majątku przedsiębiorstwa zmuszone są do minimalizowania kosztów operacyjnych i finansowych. Działy finansowe, controllingowe oraz strategiczne przygotowują projekcje, które uwzględniają różne możliwości inwestycyjne i opcje finansowania. Każda propozycja określona jest pewnym stopniem ryzyka, najczęściej silnie skorelowanym ze stopą zwrotu. Zagadnienie kosztu kapitału jest obowiązkowym pojęciem w każdym przedsiębiorstwie. Różnorodność źródeł finansowania daje możliwość zarządom kreowania korzystnej struktury kapitału z punktu widzenia właścicieli oraz bezpieczeństwa operacyjnego. Właściciele przedsiębiorstw oczekują maksymalizacji zysków, natomiast zarząd musi równocześnie zapewnić płynność finansową na przynajmniej minimalnym poziomie. Przy wykorzystaniu tylko kapitałów własnych rentowność kapitałów jest taka sama jak rentowność majątku, natomiast przy wykorzystaniu kapitałów obcych właściciel oczekuje uzyskania wyższego zwrotu z zainwestowanego kapitału obcego niż koszt tego kapitału wyniósł.

W rozdziale czwartym zaprezentowana jest charakterystyka sektora ze wszystkimi istotnymi elementami, który miał wpływ na przebieg analizy. Zaprezentowane zostały badane spółki wraz z danymi finansowymi oraz obliczonymi wskaźnikami, niezbędnymi do przeprowadzenia badania kosztu kapitału spółek z próby. Doszło do oceny prywatyzacji   
w aspekcie problemu badawczego.

Rozdział ostatni zawiera przedstawienie procesu analizy danych i uzyskanych wyników, dokonano weryfikacji hipotezy badawczej. Do przeprowadzonego badania wybrano firmy notowane na warszawskiej giełdzie, zatem praca ma charakter case study. Spółki nienotowane nie udostępniają danych finansowych, dlatego też ich zbadanie byłoby niemożliwe. Baza obliczeniowa została oparta na podejściu teoretycznym do prywatyzacji, kosztu i struktury kapitału. Obliczenia zaprezentowano w formie tabelarycznej, graficznej oraz zweryfikowano hipotezy statystycznie. Proces dedukcyjny w pracy zachowuje przyjęte standardy, a problem badawczy w przyszłości rozszerzyć można na pozostałe sektory w kraju lub doświadczenia prywatyzacyjne pozostałych krajów regionu.