



UNIWERSYTET EKONOMICZNY
W POZNANIU

Wydział Zarządzania

Marcin Borkowski

**Wpływ nadzoru korporacyjnego
w przedsiębiorstwach komunalnych
na kształtowanie ich wartości**

Praca doktorska

Promotor
dr hab. Piotr Bartkowiak, prof. nadzw. UEP

Poznań 2014

Spis treści

Wprowadzenie	5
Rozdział I. Nadzór korporacyjny i jego systemy	15
1. Ewolucja spółki jako formy prowadzenia działalności	15
2. Klasyfikacja i porównanie systemów corporate governance.....	21
2.1. Charakterystyka systemu monistycznego	24
2.1.1. Anglosaski podsystem corporate governance w USA.....	27
2.1.2. Anglosaski podsystem corporate governance w Wielkiej Brytanii.....	31
2.1.3. Podsystemy corporate governance w Federacji Rosyjskiej, Chinach i Indiach.....	33
2.1.4. Łaciński podsystem corporate governance we Francji.....	37
2.1.5. Sieciowy podsystem corporate governance w Japonii i Korei Południowej.....	39
2.2. System dualistyczny w Republice Federalnej Niemiec	42
2.3. Porównanie monistycznego i dualistycznego systemu corporate governance....	46
3. Problemy definicyjne pojęcia corporate governance	53
3.1. Problemy terminologiczne pojęcia „przedsiębiorstwo” i „firma”	53
3.2. Kontekst prawny i ekonomiczny – pojęcie „korporacja” a „spółka”	57
3.3. Pojęcie corporate governance – różnorodność definicyjna.....	62
Rozdział II. Koncepcje nadzoru korporacyjnego i jego mechanizmy	74
1. Teoretyczne koncepcje corporate governance - nadzoru korporacyjnego.....	74
1.1. Teoria zasobowa (perspektywa sytuacyjna).....	77
1.2. Bazowe punkty widzenia – perspektywa stakeholders i shareholders	77
1.2.1. Teoria interesariuszy.....	80
1.2.2. Teoria agencji.....	85
1.2.3. Teoria stewarda	88
1.3. Teoria instytucjonalna.....	89
1.4. Teoria hegemonii menedżerskiej.....	90
2. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego	91
2.1. Zewnętrzny (rynkowy) mechanizm nadzoru.....	93
2.1.1. Rozwój rynku kapitałowego w Polsce	93
2.1.2. Funkcjonowanie rynku talentów menedżerskich.....	94

2.1.3. Fuzje i przejęcia spółek	95
2.2. Wewnętrzny (prawny) mechanizm nadzoru spółek	96
2.2.1. Zasady oraz wytyczne corporate governance OECD.....	97
2.2.2. Uwarunkowania prawne nadzoru korporacyjnego w Unii Europejskiej oraz w Polsce	100
2.2.3. Istota spółki kapitałowej i jej organy	102
 Rozdział III. Nadzór korporacyjny w spółkach	113
1. Funkcjonowanie nadzoru w spółkach z udziałem J.S.T.	113
2. Przedsiębiorstwo, jako instytucja generująca wartość	124
3. Pojęcie, koncepcje i pomiar wartości przedsiębiorstwa	137
4. Funkcje i systematyka pomiaru wartości przedsiębiorstwa.....	142
5. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM)	155
6. Koncepcja ekonomicznej wartości dodanej - miernik EVA [®]	173
 Rozdział IV. Wpływ nadzoru korporacyjnego na wartość przedsiębiorstwa	180
1. Nadzór korporacyjny w spółkach z udziałem J.S.T.	180
1.1. Uzasadnienie celowości badania obszaru nadzoru korporacyjnego.....	180
1.2. Założenia metodologiczne pracy	187
1.3. Hipoteza badawcza i założenia przebiegu badania.....	189
1.4. Charakterystyka zbioru danych i zastosowana procedura badawcza	190
2. Zmiana wartości przedsiębiorstw wchodzących w skład analizowanej grupy.....	202
2.1. Parametry uzyskane w wyniku dokonania pomiaru zmian wartości.....	202
2.2. Określenie parametru zmian wartości przedsiębiorstwa szacowanej z zastosowaniem metody aktywów netto	204
2.3. Zmiany wartości przedsiębiorstwa w ujęciu majątkowym [MAN] rozpatrywane z poziomu kosztów utraconych korzyści [WIBID]	214
2.4. Określenie wielkości EVA [®] dla spółek wchodzących w skład badanej próby.	219
2.5. Zmiany wartości parametru EVA [®]	223
3. Zmiany MAN i EVA a struktura własności	230
4. Określenie zależności wartości przedsiębiorstwa od efektywnego nadzoru korporacyjnego	232
5. Określenie współczynnika korelacji i determinacji.....	234
6. Wynik analizy a zidentyfikowane postawy członków rady nadzorczej	243

Zakończenie	247
Bibliografia	250
Spis tabel.....	290
Spis wykresów	292
Spis schematów.....	293
Załącznik.....	295

Wprowadzenie

Współcześnie, właściciel przedsiębiorstwa, którym może być także jednostka samorządu terytorialnego, staje przed dylematem, jaką formę działalności powinien wybrać. Czy przeniesienie majątku miasta, powiatu, województwa do utworzonej spółki kapitałowej poprawi jej efektywność, a oddzielenie prawno-organizacyjne wzmocni skuteczność? W takim przypadku w działalności organów spółki winna pojawić się dbałość o zapewnienie finansowania kontynuacji działalności spółki, co generuje potrzebę uwzględniania wzrostu kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Uwzględnienie tego postulatu spowodowało, że powszechnie obecnie uznanym celem działalności przedsiębiorstwa funkcjonującego w formie spółki prawa handlowego jest zwiększanie wartości dla właścicieli.

Ponieważ we współczesnych przedsiębiorstwach występuje zjawisko rozdzielenia własności od zarządzania, oznacza to, że właściciele nie sprawują bezpośrednio funkcji zarządczych, tylko powierzają je wynajętym w tym celu osobom. Ich zadaniem jest, w wyniku zastosowania odpowiedniej organizacji pracy oraz wykorzystania posiadanych zasobów zapewnienie przyrostu wartości przedsiębiorstwa. Zagadnienie odnoszące się do opisu wzajemnego oddziaływania właściciela i osób przez niego wynajętych określane jest w literaturze pojęciem *corporate governance*, a w warunkach krajowych jako nadzór korporacyjny.

Podjęcie badań w zakresie możliwości pomiaru siły oddziaływania nadzoru korporacyjnego uzasadnia nieświadomiony ogółowi społeczeństwa fakt, że problematyka ta, a dokładniej możliwość rozliczania osób zajmujących stanowiska w organach spółki z osiągniętych efektów, nie dotyczy organizacji w izolowanym środowisku. Efekty działalności, zarówno pozytywne, jak i negatywne dotyczą wszystkich dziedzin życia gospodarczego, włącznie z konsekwencjami ponoszonymi przez indywidualne osoby, dlatego analiza tego obszaru jest ze wszech miar uzasadniona.

Przedmiotowa dysertacja stanowi próbę dokonania oceny funkcjonowania

nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem jednostek samorządu terytorialnego (zwanymi dalej J.S.T.), poprzez dokonanie pomiarów zmian wartości przedsiębiorstwa i na tej podstawie określenie postawy członków organów wykonawczych i nadzoru, nakierowanej na tworzenie wartości przedsiębiorstwa.

Ocenie funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w Polsce w ostatniej dekadzie poświęcono wiele publikacji, gdyż zagadnienie to, ze względu na fakt, iż w sposób pośredni dotyczy każdego człowieka, stało się niezwykle istotne. Bezpośrednia działalność gospodarcza ludzi, ich potencjał intelektualny, umiejętności techniczne i organizacyjne, które zostały zintegrowane w instytucję spółki kapitałowej, sprawiło, że w ciągu niespełna 100 lat z marginalnej formy działalności stała się instytucją dominującą w sferze gospodarczo-politycznej.

Następstwem jej dominacji stało się pozyskanie produktów i usług o najlepszym z możliwych stopniu nakładów do wyników. Powyższe wynikało z faktu, iż ta forma zapewniła najefektywniejszą alokację zasobów. Poszerzył się także zakres zarówno przedmiotowy, jak i podmiotowy, w jakim spółki zaczęły świadczyć usługi czy produkować towary. Obszary dawniej zarezerwowane dla przedsiębiorstw państwowych czy jednostek budżetowych w wyniku przekształceń, czy też deregulacji zostały zaanektowane przez spółki prawa handlowego. Dlatego takie sektory jak ciepłownictwo, energetyka, gospodarka odpadami czy pozostałe usługi komunalne stały się „papierkami lakmusowymi” przekształceń, których przeprowadzenie miało w założeniu poprawę efektywności.

Problem oceny nadzoru korporacyjnego w aspekcie zwiększania wartości dla właścicieli jest w literaturze często poruszany. Jednak rozważania te niezwykle rzadko odnoszą się do przedsiębiorstw niegieldowych, a zwłaszcza spółek z udziałem jednostek samorządu terytorialnego. Dlatego przedsiębiorstwa działające w formie spółki prawa handlowego, a należące do grupy spółek zwyczajowo określanymi, jako komunalne, działające w formie spółek prawa handlowego, stały się przedmiotem analizy w niniejszej dysertacji.

Brak zainteresowania problematyką zarządzania przez wartość

w przedsiębiorstwach komunalnych nie oznacza, że koncepcja zwiększania wartości dla właścicieli nie może być w nich z powodzeniem stosowana. Jest to koncepcja uniwersalna, a jej zastosowanie w przedsiębiorstwach wymaga jedynie uwzględnienia specyfiki ich działalności. Podstawowym założeniem rozprawy jest stwierdzenie, że zarządzanie przez wartość jest koncepcją uniwersalną i winno stać się kanonem działalności.

Ponadto za podjęciem badań w obszarze nadzoru korporacyjnego w aspekcie związanym z kreowaniem ich wartości przemawiają przedstawione argumenty. Powstanie spółki jako osoby prawnej, niezależnej od organu założycielskiego, powoduje przeniesienie kompetencji nadzorczych i uprawnień kontrolnych na poziom wewnętrznego organu spółki (rady nadzorczej), czyli implementowania wewnętrznego mechanizmu nadzoru w działalność przedsiębiorstwa, pierwotnie funkcjonującego jako jednostka budżetowa. Zmianie ulega pozycja J.S.T., która z właściciela zasobów, staje się posiadaczem udziałów/akcji reprezentujących jej udział kapitałowy. Ponadto w przypadku spółek z udziałem J.S.T. istotne znaczenie zyskuje kwestia dbałości o wartość przedsiębiorstwa w aspekcie funkcjonowania finansów publicznych, gdyż jedynie działalność nakierowana na wzrost wartości powoduje, że kreowana jest efektywna alokacja zasobów, generując zysk netto, który następnie zostaje przekształcony w kapitał własny spółki. Tym samym w budżetach samorządu nie muszą być zabezpieczane środki na ewentualne dofinansowanie działalności, a więc nie występuje konieczność dodatkowego zadłużania J.S.T. Kolejny argument przemawiający za rozszerzeniem obserwacji nadzoru korporacyjnego na spółki z udziałem J.S.T. jest korzystanie przez te spółki z kapitałów obcych, pozyskiwanych w sektorze bankowym na warunkach rynkowych, przy jednoczesnym przechodzeniu usług świadczonych przez spółki z udziałem J.S.T. w sferę komercjalizacji.

Warstwa teoretyczna pracy określona została w wyniku przeprowadzenia procesu czynności analitycznych, tj. określenia stanu, jaki występuje, poprzez dokonanie identyfikacji i klasyfikacji systemów *corporate governance*. Do uzyskania odpowiedzi na kolejne pytanie, a mianowicie, dlaczego tak jest,

wykorzystano analizę genezy systemów *corporate governance*. Zestawienie szeregu informacji wskazało na problemy definicyjne, w związku z czym dokonano próby usystematyzowania terminologii i tłumaczenia pojęcia *corporate governance*, jako nadzoru korporacyjnego oraz przeprowadzono przegląd teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego. Warstwę teoretyczną uzupełniono o przedstawienie mechanizmów funkcjonowania nadzoru korporacyjnego oraz uwarunkowania prawne funkcjonowania instytucji spółki kapitałowej.

W tym zakresie umiejscowiono także problematykę przedsiębiorstwa, jako instytucji nastawionej na generowanie i zwiększanie wartości dla właściciela, co skutkowało przestawieniem założeń koncepcji VBM. Obszar ten wymagał przedstawienia parametrów, jakie mogły zostać wykorzystane w celu mierzenia zmian wartości, w związku z czym przedstawiono przegląd metod wyceny przedsiębiorstwa oraz przedstawiono teoretyczne podstawy zastosowania miernika EVA[®].

Z warstwy teoretycznej wynikła warstwa projektowa dysertacji, z którą związany jest główny cel rozprawy, którym było określenie występowania wpływu nadzoru korporacyjnego na kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa komunalnego i na tej podstawie dokonanie oceny efektywności sprawowanego nadzoru mierzonego parametrem EVA[®]. Wystąpienie pozytywnej korelacji zmian o dużym stopniu determinacji świadczyłoby o występowaniu prowartościowej postawy członków organu nadzoru spółek wchodzących w skład badanej próby.

Warstwa projektowa dysertacji określona została przez potrzebę pomiaru stopnia, w jakim przedsiębiorstwo realizuje postawiony mu cel, czyli zwiększa wartość. Służące temu celowi narzędzia zostały ograniczone do pomiaru wartości metodą aktywów netto [MAN] oraz określenia wartości parametru EVA[®]. Stwierdzenie oddziaływania nadzoru korporacyjnego na wartość przedsiębiorstw dokonano za pomocą dwóch przedstawionych parametrów. Dokonano analizy wartości przedsiębiorstw wchodzących w skład badanej próby, oszacowanych z zastosowaniem metody aktywów netto [MAN], w porównaniu z alternatywną wielkością inwestycji [WIBID] i wielkości EVA[®]. Na tej podstawie dokonano

sformułowania hipotezy zerowej, w przypadku której dokonano weryfikacji niezależności dwóch cech za pomocą testu chi–kwadrat (χ^2). Po obliczeniu prawdopodobieństw hipotetycznych i obliczeniu liczebności teoretycznej dokonano weryfikacji wartości statystyki χ^2 , w wyniku której odrzucono hipotezę o braku zależności pomiędzy badanymi zmiennymi. Następnie, na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych podmiotów wchodzących w skład badanej próby, dokonano obliczenia wskaźnika korelacji [WK] dla potencjalnych zmiennych oraz określenia siły ich powiązania na podstawie parametru determinacji [R^2].

Celem głównym rozprawy jest zaproponowanie metody służącej identyfikacji postawy osób zasiadających w organach spółki i określenie czy w przypadku spółek z udziałem J.S.T. występuje zależność pomiędzy efektywnym sprawowaniem nadzoru korporacyjnego, czyli działalnością nakierowaną na zwiększanie wartości dla właściciela a wartością przedsiębiorstwa. Teoretycznie zależność taka winna występować i powinna to być korelacja pozytywna, o jak największym stopniu determinacji.

Celem dodatkowym jest uzyskanie, za pomocą wybranych mierników zmian wartości przedsiębiorstwa [MAN w stosunku do WIBID] wraz parametru EVA[®], mechanizmu służącego do dokonania oceny efektów działalności członków rad nadzorczych oraz zarządu i uzasadnienia udzielania absolutorium, tym razem już nie w sposób uznaniowy i zautomatyzowany.

Skonstruowanie owego mechanizmu pozwoli także na uzyskanie odpowiedzi na pytanie czy powołane z mocy prawa organy spółki, tj. rada nadzorcza i organy wykonawcze realizują główny cel działalności, jakim winien być wzrost wartości.

Uzyskanie pozytywnej identyfikacji, pozwoli na określenie występowania efektywnego, nastawionego prowartościowo nadzoru korporacyjnego. Zaś jej brak potwierdzi przekonanie o fasadowości i braku oddziaływania na przedsiębiorstwa z udziałem J.S.T. instytucji rad nadzorczych.

Dla realizacji celu głównego wytyczono cele cząstkowe:

- przedstawienie genezy *corporate governance* i identyfikacja

- uwarunkowań kulturowych i historycznych tego systemu;
- przedstawienie klasyfikacji podsystemów *corporate governance*;
 - identyfikacja problemów definicyjnych związanych z odmiennymi uwarunkowaniami prawnymi i kulturowymi funkcjonowania pojęcia *corporate governance*, a także krzyżowania się pojęć firma i przedsiębiorstwo oraz korporacja i spółka;
 - przedstawienie teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego;
 - zaprezentowanie zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego i ich usytuowania w systemie prawnym i rynkowym w Polsce, z uwzględnieniem specyfiki przedsiębiorstw komunalnych;
 - przedstawienie specyfiki działalności spółek z udziałem J.S.T.

Tytuł rozprawy określa zakres przedmiotowy oraz podmiotowy rozważań przedstawionych w dysertacji. Zakres przedmiotowy obejmuje zagadnienie funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, nastawionego na generowanie wartości przedsiębiorstwa. Dobór próby spółek wchodzących w skład analizowanej grupy został poprzedzony przeglądem zmian form prawnych działalności gospodarczej Polsce w minionej dekadzie. Zakres podmiotowy tworzą przedsiębiorstwa działające w formie spółki prawa handlowego, z udziałem jednostek samorządu terytorialnego. W określeniu zakresu podmiotowego rozprawy wykorzystano dwa kryteria, tj. liczbę mieszkańców danej gminy (próg ograniczono powyżej 100 tys. mieszkańców) oraz wartość zasobów majątkowych będących w dyspozycji danego podmiotu (w ten sposób wyodrębniono spółki działające w sektorze wodnokanalizacyjnym, jako dysponujące majątkiem o największej wartości).

Rozprawa obejmuje zakresem czasowym lata 2001 – 2011. W badaniu wykorzystano opublikowane w Monitorze Polskim B sprawozdania finansowe oraz informacje przekazane do organów rejestrowych i przedstawione w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Realizacji celów rozprawy podporządkowano dobór metod. W rozprawie przy przetwarzaniu materiałów zastosowano podejście dedukcyjne i zastosowano

metody analizy i syntezy przyczynowej, jak również abstrahowania uogólniającego, wnioskowanie przez analogię oraz ilościowe metody określania zależności za pomocą metod i narzędzi statystyki matematycznej.

W pracy wykorzystano krajową i zagraniczną literaturę dotyczącą badanego zagadnienia. Przeprowadzono analizę bibliometryczną i studia literaturowe z zakresu *corporate governance* / nadzoru korporacyjnego uzupełniając wyżej wymieniony obszar o publikacje z zakresu analizy ekonomicznej i rachunkowości, a także finansów oraz teorii organizacji i zarządzania.

Celowi oraz zakresowi rozważań podporządkowano układ i treść pracy, która składa się ze wstępu, czterech rozdziałów oraz zakończenia, usystematyzowanych z zastosowaniem metody regresji, z systematycznym zawężaniem obszaru obserwacji prowadzącego do wniosku końcowego.

W rozdziale I została przedstawiona ewolucja spółki jako formy prowadzenia działalności w historycznym procesie rozwoju gospodarczego, odmiennych kulturowo obszarów *corporate governance* (nadzoru korporacyjnego), tj. anglosaskiego i reńskiego (kontynentalnego). Następnie przedstawiono klasyfikację systemów *corporate governance* oraz charakterystykę głównych elementów systemu monistycznego (jednostopniowego) oraz dualistycznego (dwustopniowego). System monistyczny omówiono na przykładach funkcjonowania podsystemów *corporate governance* w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Federacji Rosyjskiej, Chinach, Indiach, Francji, Japonii i Korei Południowej. System dualistyczny omówiono na przykładzie podsystemu kontynentalnego, funkcjonującego w Republice Federalnej Niemiec. Część opisową podsumowano porównaniem funkcjonowania obu systemów.

Następnie przedstawiono problemy związane z domyślną tożsamością terminów „przedsiębiorstwo” oraz „firma”, „korporacja” i „spółka” oraz występowaniem problemów definicyjnych implementacji pojęcia *corporate governance* w warunkach polskich.

W dalszej części rozdziału II dokonano przeglądu teoretycznych koncepcji

nadzoru korporacyjnego, tj. teorii zasobowej, teorii grup *stakeholders* i *shareholders* (teorii interesariuszy, teorii agencji, teorii stewarda) oraz teorii instytucjonalnej i hegemonii menedżerskiej. Kolejną część rozdziału II poświęcono dokonaniu charakterystyki funkcjonowania zewnętrznych (rynkowych) i wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego oraz przedstawieniu rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, w aspekcie funkcjonowania narzędzi nadzoru. Następnie dokonano przeglądu regulacji prawnych nadzoru korporacyjnego funkcjonujących w krajach OECD, UE i w Polsce. Rozdział II zakończono dokonaniem przedstawienia istoty spółki oraz scharakteryzowaniem jej organów wykonawczych i nadzorczych (tj. zarządu i rady nadzorczej), ze szczególnym uwzględnieniem celów, zadań i funkcji rady nadzorczej.

W rozdziale III przedstawiono funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach działających w formie spółki kapitałowej. Scharakteryzowano przedsiębiorstwo jako instytucję generującą wartość oraz przedstawiono pojęcie i dominujące koncepcje wartości przedsiębiorstwa oraz metody szacowania tejże wartości. W dalszej części rozdziału III opisano funkcje i systematykę metod dokonywania szacowania wartości przedsiębiorstwa. W końcowej części rozdziału zaprezentowano koncepcję zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM - *Value Based Management*). Przedstawiono także podstawy teoretyczne tworzenia miernika ekonomicznej wartości dodanej (EVA[®]).

Rozdział IV posłużył prezentacji części empirycznej pracy. W rozdziale tym dokonano przedstawienia próby określenia związku wartości przedsiębiorstwa z funkcjonowaniem nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T., w tym uzasadnienie celowości badania obszaru nadzoru korporacyjnego. Zaprezentowana została w nim hipoteza badawcza i planowany przebieg badania, przy wykorzystaniu analizy form prawnych spółek wodnokanalizacyjnych. Badaniem zostało objętych 40 spółek komunalnych, działających w sektorze wodnokanalizacyjnym, mających swoją siedzibę na terenie Polski w latach 2001-2011. Dokonano przeglądu rocznych

sprawozdań finansowych (z uwzględnieniem rachunku zysków i strat oraz bilansu i sprawozdania z przepływów pieniężnych) podmiotów funkcjonujących w sektorze wodnokanalizacyjnym. Przedstawiono globalne wielkości zarządzanych aktywów, kapitałów własnych, uzyskiwanych przychodów, generowanego zysku brutto ze sprzedaży oraz działalności operacyjnej (EBIT) i zysku netto. Ta część pracy została podsumowana prezentacją wskaźników ROS, ROA, ROE spółek wchodzących w skład badanej próby. W dalszej części rozdziału przedstawiono parametry uzyskane w wyniku dokonania szacowania wartości przedsiębiorstw wchodzących w skład badanej próby, z zastosowaniem metody aktywów netto [MAN] i porównania uzyskanych danych z wielkością WIBID 1R, traktowanej jako koszt utraconych korzyści. Następnie przedstawiono zastosowaną metodykę określenia wielkości EVA[®] oraz zmiany wielkości tego parametru w okresie objętym badaniem. W kolejności zestawiono obliczone wielkości [MAN] i EVA[®] i ich zmiany ze strukturą własnościową spółek wchodzących w skład analizowanej grupy. Kończącą część rozdziału IV poświęcono przedstawieniu procesu określenia wystąpienia zależności wartości przedsiębiorstwa od efektywnego nadzoru korporacyjnego oraz siły tej zależności. Dokonano testowania hipotezy zerowej, z wykorzystaniem metody chi-kwadrat oraz obliczono współczynnik korelacji i determinacji. Uzyskane wyniki stanowiły podstawę do dokonania identyfikacji postawy członków rad nadzorczych.

Wnioski płynące z wykonanego badania wraz z ich interpretacją przedstawiono w końcowej części dysertacji. Pracę zamyka zakończenie odnoszące się do uzyskanych wyników badania i prezentujące uwagi związane z funkcjonowaniem nadzoru korporacyjnego w spółkach komunalnych w Polsce oraz dokonanie oceny stopnia realizacji założonych celów, wyników pracy w warstwie teoretycznej i projektowej oraz określenia możliwości wykorzystania przedstawionej metody w praktyce gospodarczej, przy ocenie postawy członków rad nadzorczych i zarządu, podczas procesu udzielania absolutorium.

Przedstawione wyniki, zarówno w zakresie identyfikacji zmian wartości, jak i dotyczące nadmiernej fluktuacji osobowej członków rad nadzorczych,

potwierdziły występowanie problemu „etatowego” traktowania pracy w radzie nadzorczej spółek z udziałem J.S.T., a tym samym pełnienia przez nią biernej roli organu zatwierdzającego jedynie decyzje podejmowane przez zarząd.

Przedstawiony problem może się kumulować, gdyż lekceważenie zagadnienia wzrostu wartości przedsiębiorstw z udziałem J.S.T., działających w formie spółki prawa handlowego, w końcowym efekcie wymagać będzie dofinansowania działalności z budżetu gminy, nie będzie zaś wynikać z efektywnego wykorzystania będących w dyspozycji spółki zasobów ludzkich i majątkowych. Powyższe stawia pod znakiem zapytania celowość procesu przekształcania jednostek organizacyjnych gmin w spółki, bez dokonywania ich dalszej prywatyzacji. Obecnie, w większości analizowanych spółek funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego, ogranicza się tylko do zapewnienia realizacji strony formalnej wymogów określonych w przepisach prawa.

Rozdział I. Nadzór korporacyjny i jego systemy

1. Ewolucja spółki jako formy prowadzenia działalności

Wydarzenia historyczne w okresie od XIV do XVIII wieku spowodowały, że w miarę akumulacji bogactwa, miejsce indywidualnych przedsięwzięć zajęły spółki stworzone przez osoby prywatne, które umożliwiały rozłożenie ryzyka związanego z działalnością na wszystkich współników.

W procesie historycznego rozwoju instytucji spółki wykształciły się trzy systemy jej zakładania. Pierwszym z nich był system oktrojowany, w którym założenie spółki wymagało aktu w formie przywileju indywidualnego inkorporacyjnego¹, który przyznawał spółce prawo monopolu handlowego na określonym obszarze². Drugim systemem był system koncesyjny, w którym utworzenie spółki wymagało uzyskania koncesji organu państwowego na podstawie powszechnie obowiązującego prawa³. Celem obu powyższych systemów, związanych głównie z anglosaskim kręgiem kulturowym, było ograniczenie wpływu spółek na procesy gospodarcze i polityczne. Kontrola państwowa służyć miała tworzeniu spółek w celach użyteczności publicznej (jak spółki kolejowe, czy „kanałowe”) oraz ochronie inwestorów przed oszustwami finansowymi. Trzecim systemem był system rejestracyjny, w którym utworzenie spółki było uzależnione od spełniania warunków określonych w obowiązującym prawie oraz dokonania jej rejestracji⁴.

Obecnie spółka stała się dominującą formą prowadzenia działalności gospodarczej we współczesnej gospodarce. Według A. Tofflera⁵ gospodarka przemysłowa powołała do życia główną formę organizacyjną w postaci korporacji (spółki). Rozwój gospodarczy zrodził zapotrzebowanie na zasoby kapitałowe w takiej skali, że ich zgromadzenie przekraczało możliwości jednostki lub grupy ludzi. Ponadto uregulowania prawne powodowały, że

¹ Octroi.

² Przykład V.O.C. lub „Kompania Moskiewska”.

³ Koncesja nie była aktem nadania przywileju indywidualnego.

⁴ System ten rozpowszechniał się stopniowo, znajdując swoje zastosowanie najpierw w Anglii (1844 r.), następnie we Francji (1867 r.) i w Niemczech (1870 r.) oraz w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej.

⁵ Członek Międzynarodowego Instytutu Badań Strategicznych.

właściciele przy każdej inwestycji ryzykowali cały swój osobisty majątek, co powodowało awersję w stosunku do ryzykownych przedsięwzięć. Aby temu przeciwdziałać, wprowadzono zasadę ograniczonej odpowiedzialności⁶ i regulację odnoszącą się do traktowania korporacji (spółki) jako osoby nieśmiertelnej, istniejącej nadal po śmierci jej założycieli⁷.

W wyniku ekspansji prowadzenia działalności w formie spółki kapitałowej w minionym stuleciu wystąpiło zjawisko rozdziału własności i zarządzania, co z kolei spowodowało istotne konsekwencje organizacyjno-prawne, w postaci oddzielenia funkcji własnościowych od zarządczych i powstania odrębnej, uprzywilejowanej grupy zawodowej - menedżerów.

Pierwsze symptomy mówiące o uprzywilejowanej pozycji menedżerów pojawiły się już w 1622 r., kiedy to dyrektorzy V.O.C., „pomimo protestów inwestorów, zdecydowali o kontynuacji działania spółki, mimo że w 1602 r. przyrzeczo inwestorom, że po dwudziestu latach spółka zostanie rozwiązana, a akcjonariusze otrzymają dywidendę likwidacyjną” [Studziński 2012, s. 85].

Powstanie i funkcjonowanie przedsiębiorstwa w formie spółki kapitałowej ułatwiło akumulację i obrót kapitałem. Wraz z pojawieniem się spółki zaistniał w obrocie dokument poświadczający częściowy udział w przedsiębiorstwie, w postaci obligacji i akcji⁸. Pojawienie się ww. dokumentów spowodowało wykształcenie się zasady ich zbywalności, dzięki której powstała instytucja giełdy⁹. Niestety, wraz z pojawieniem się możliwości obrotu papierami wartościowymi na giełdach pojawiły się także działania nieetyczne¹⁰. W celu zapobieżenia niewłaściwym praktykom parlament brytyjski uchwalił w 1719 r.

⁶ Jeśli korporacja (spółka) upadła, udziałowiec tracił tylko tę sumę, jaką zainwestował.

⁷ Pierwszą korporacją z osobowością prawną była utworzona w 1901 r. United States Steel, której aktywa przekroczyły miliard dolarów – Zob. A. Toffler, *Trzecia fala*, Wydawnictwo Kurpisz, Poznań 2006, s. 56.

⁸ Pierwszą w świecie drukowaną akcją imienną (z ręcznie wpisanym tekstem) wydała w 1608 r. Holenderska Kompania Wschodnioindyjska.

⁹ Pierwsze giełdy zaczęły funkcjonować w Antwerpii oraz w Amsterdamie (założona ok. 1530 r.), a następnie w Londynie (utworzona w 1773 r.) i Nowym Jorku (1886 r.). Pierwsza polska giełda papierów wartościowych (zwaną Giełdą Kupiecką) była utworzona 12 maja 1817 r. w Pałacu Saskim w Warszawie na podstawie postanowienia Księcia Namiestnika Królewskiego.

¹⁰ Przykładem pierwszego skandalu giełdowego była sprawa Kompanii Morza Południowego (South Sea Company) założonej w 1711 r. Parlament brytyjski upoważnił tę spółkę do przejęcia długu publicznego Wielkiej Brytanii, przy czym jego spłata następować miała w gotówce lub w jej akcjach. Fakt popierania przedsięwzięć spółki przez rząd brytyjski wzbudził zaufanie i spowodował masowe nabywanie akcje. W 1719 r., doszło do spekulacyjnego załamania kursu akcji francuskiej Kompanii Indii Wschodnich (tzw. Mississippi Company) i Brytyjskiej Kompanii Mórz Południowych.

specjalną ustawę, tzw. Bubble Act¹¹, która zakazywała tworzenia spółek emitujących łatwo zbywalne udziały bez autoryzacji króla lub parlamentu.

W okresie działalności A. Smitha właściciele sami prowadzili swoje interesy, a zarządzanie opierało się na codziennych, rutynowych kontaktach właścicieli¹². W takich warunkach zebranie właścicieli było ostateczną władzą, kontrolującą najważniejsze sprawy przedsiębiorstwa. Postępujący rozwój gospodarczy w drugiej połowie XIX wieku spowodował, że właściciele stali się de facto inwestorami, oddzielenymi od działań inicjowanych przez ich pieniądze, menedżerowie zaś wyodrębnili się w grupę zawodową, która kierowała tymi działaniami. „Władza nominalna kapitału została pozornie zachowana, ale dokonany podział pracy zrodził żądną władzy nową elitę władzy, w postaci menedżerów” [Doktór 1999, s. 2]. Przyspieszenie procesu rozdzielania własności i zarządzania związane było z rozwojem kompanii kolejowych¹³.

Na kontynencie europejskim pierwszej kompleksowej regulacji dotyczącej tworzenia i funkcjonowania spółek dokonano w 1807 r. w kodeksie handlowym Napoleona. Wyróżniono w nim trzy rodzaje, tj. spółkę jawną, w której uczestnicy indywidualnie i zbiorowo ponosili odpowiedzialność za długi przedsiębiorstwa, spółkę komandytową, w której jeden członek odpowiada osobiście, nieograniczenie i solidarnie za jej zobowiązania, natomiast drugi odpowiada tylko do wysokości wniesionego wkładu oraz spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, w której wspólnicy wnoszą do niej określony majątek i za zobowiązania spółki odpowiadają tylko do wysokości swego wkładu¹⁴.

Na kontynencie amerykańskim uprzemysłowienie rolnictwa, za pomocą żniwiarki Cyrusa McCornika (1831 r.) dało początek pierwszej nowożytnej korporacji tj. International Harvester [Gross 1999, s. 27]. Kolejne lata, a w szczególności okres od 1870 r., tj. od momentu, w którym J.D. Rockefeller utworzył Standard Oil Company of Ohio, nastąpił rozwój instytucji korporacji.

¹¹ Zakaz tworzenia spółek akcyjnych bez zezwolenia został zniesiony w 1825 r., w praktyce od 1844 r., po wprowadzeniu Joint - Stock Companies Act, spółki mogły być rejestrowane przez dokonanie wpisu do rejestru.

¹² Zgodnie z opinią A. D. Chandlera Jr., aż do ostatnich lat XIX wieku w większości wypadków „właściciele zarządzali, a zarządzający byli właścicielami przedsiębiorstw”.

¹³ Przekonanie to propagował R. I. Tricker, autor wydanej w 2000 r. książki *Corporate Governance (History of Management Thought)*.

¹⁴ Z tej formy wykształciły się współczesne spółki akcyjne.

Wykształcił się podział pracy kadry kierowniczej, w związku z pojawieniem się problemów panowania nad wszystkimi aspektami składowych jednostek przedsiębiorstwa. Do nadzoru nad operacjami Standard Oil powołano radę, która wprowadziła obowiązek sporządzania sprawozdań kwartalnych [Gross 1999, s. 46]. Po 1929 r. w ustawodawstwie USA pojawiły się nieznane wcześniej regulacje rynku kapitałowego, w postaci ustawy o papierach wartościowych¹⁵ i ustawy o obrocie papierami wartościowymi¹⁶. Regulacje te uzależniały dopuszczenie wszelkich papierów wartościowych do publicznego obrotu od ich uprzedniej rejestracji i ujawniania szczegółowych danych dotyczących zarówno emitowanych papierów, jak i ich emitenta. Ponadto ustawa o „obrocie” ustanawiała obowiązek okresowego informowania inwestorów w formie raportów o sytuacji prawnej i finansowej emitenta. W przypadku przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie dobrowolnie imperatyw otwartości w praktyce realizował od 1941 r. Merrill Lynch, E. A. Pierce & Cassatt¹⁷.

Spółki kapitałowe wymagały do prowadzenia swojej działalności rozbudowanej i sprawnej organizacji, opartej na podziale pracy i rozdziale zadań oraz uprawnień decyzyjnych. Procesowi koncentracji kapitału towarzyszył proces rozpraszania własności, „polegający na tym, że liczba akcji znajdujących się w rękach poszczególnych akcjonariuszy, nawet tych największych stanowiła stosunkowo niewielką część ogólnej ich sumy” [Czupiał 2002, s. 55]. W następstwie opisanych zmian nastąpiło przejście od partnerstwa w inwestowaniu i ponoszeniu wspólnego ryzyka do stworzenia anonimowego akcjonariatu¹⁸. W sytuacji rozproszenia akcjonariatu właściciele zaangażowanego w spółkę kapitału nie byli w stanie sprawować kontroli nad przedsiębiorstwem¹⁹. Powstałą próżnię zapełnili menedżerowie, którzy w efekcie dokonanego podziału pracy formalnie zobowiązani zostali do dbania o interes akcjonariuszy. W praktyce ich głównym celem stała się maksymalizacja własnego bogactwa

¹⁵ Securities Act (1933 r.).

¹⁶ Securities and Exchange Act (1934 r.).

¹⁷ Samo przedsiębiorstwo przekształciło się w publiczną spółkę akcyjną dopiero w 1970 r.

¹⁸ Ekspansję działalności w formie spółki kapitałowej potwierdzał fakt, iż w 1800 r. w Stanach Zjednoczonych działało około 200 spółek, ale już w 1900 r. było ich 40 743 i stanowiły one 8% ogółu przedsiębiorstw, dostarczając przy tym około 60% produktu narodowego. Zob. R. D. Ward, *21st Century Corporate Board*, John Wiley & Sons, Inc., New York 1997, w: K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2005.

¹⁹ Forma spółki zapewniła koncentrację kapitału, ale jednocześnie decentralizowała własność jako źródło władzy.

i statusu. Menedżer „zarządzający przedsiębiorstwem w imieniu jego właścicieli będzie to czynił inaczej niż właściciel, preferując własne korzyści” [Czupiał 2002, s. 57]. W efekcie odseparowania właścicieli od procesów zarządzania wystąpiło zjawisko „władzy menedżerów”, zaobserwowane przez A. Berle’a i G. Meansa, którzy przedstawili je w opublikowanej w 1932 r. książce „*The Modern Corporation And Private Property*”. Dojrzała forma omawianego zjawiska zaistniała dopiero na przełomie lat 50-tych i 60-tych ubiegłego wieku, gdy została sformułowana „menedżerska koncepcja przedsiębiorstwa”²⁰. Według tej koncepcji nastąpiło przekierowanie celów przedsiębiorstwa z działania na rzecz właściciela, na wyżej stawiane przez menedżerów cele²¹, ale w granicach wyznaczonych przez warunki przetrwania i rozwoju przedsiębiorstwa, gdyż tylko te gwarantowały dalsze zatrudnienie menedżerów.

Następny okres ewolucji spółki jako formy prowadzenia działalności nastąpił po zakończeniu II wojny światowej, wraz ze zmianą uwarunkowań politycznych i gospodarczych. W latach 50. rynki międzynarodowe zostały opanowane przez przedsiębiorstwa amerykańskie. W okresie tym, według P.F. Druckera, pojawiło się zjawisko „iluzji jednoosobowego kierownictwa”. „W żadnym biznesie, z wyjątkiem być może bardzo małych, nie da się pracy jego szefa zorganizować porządnie jako pracy jednego człowieka. Musi to być praca zespołu ludzi działających razem” [Drucker 1998, s. 187]. Gdy najwyższe kierownictwo sprawował zespół²², rzadko zdarzał się błąd, pojawiały się różne punkty widzenia, niezbędne do podjęcia decyzji, a podejmowane decyzje nie były uwarunkowane osobistymi sympatiami i antypatiami. Funkcjonowanie w zespole zmniejszyło także trudności związane z funkcjonowaniem organizacji, gdyż jedna osoba nie była w stanie podołać ogromowi zadań występujących

²⁰ Według której, w przedsiębiorstwach działających w formie spółek, właściciele nie mogą skutecznie kierować według zasady maksymalizacji zysku, ze względu na rozproszenie „osoby” właściciela.

²¹ Menedżerska koncepcja przedsiębiorstwa lat 60 i 70 ubiegłego wieku miała trzy nurty. Pierwszy z nich zakładał, że menedżerowie dążą do maksymalizacji przychodów przedsiębiorstwa ze sprzedaży, drugi, że maksymalizują wzrost przedsiębiorstwa, trzeci zaś że maksymalizują funkcję użyteczności, uwzględniając poziom zatrudnienia i wynagrodzenia pracowników. Skutek tych działań powoduje, że przedsiębiorstwo wytwarza więcej produktów, rośnie szybciej i zatrudnia więcej pracowników, niż zarządzane przez właściciela, osiągając jednak mniejszy zysk, w związku z przekroczeniem optymalnego poziomu działalności.

²² W systemie monistycznym w postaci Rady Dyrektorów.

w korporacji²³. Z kryzysem jednoosobowego kierownictwa powiązana była erozja roli organu nadzoru. Zdaniem P.F. Drucker'a rada dyrektorów w praktyce stała się cieniem samej siebie, a jej miejsce zajęli dyrektorzy wykonawczy. Rada „stała się czystą dekoracją, do której wmontowano osoby o szacownych nazwiskach, pozbawione jednak informacji, wpływu i żadnej władzy” [Drucker 1998, s. 197]. Zjawisko erozji stało się na tyle powszechne, że podświadomie zostało przyjęte jako standard.

W 1972 r. M. L. Mace²⁴ zaprezentował wyniki badań nad funkcjonowaniem reprezentacji właścicieli. W większości badanych przedsiębiorstw członkowie organów reprezentujących właścicieli kapitału ograniczali się do udzielania porad i konsultacji. Okres „władzy menedżerów” zredukował funkcje organów reprezentujących właściciela do grupy aprobującej decyzje zarządzających²⁵. W latach 80-tych i 90-tych w wyniku działalności funduszy emerytalnych, pracownicy w coraz większym stopniu stawali się właścicielami. „Jednakże ani tego nie wiedzą, ani nie są włączeni w sprawowanie władzy, ani też nie obciąża ich odpowiedzialność z tytułu własności” [Drucker 1995, s. 191]. Uzmysłowienie zaistniałych zmian spowodowało wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych i innych grup nacisku²⁶. Pojawiły się propozycje zmian prawnych²⁷ uwzględniających wzrost siły oddziaływania inwestorów instytucjonalnych. Ich wpływ po 2000 r. spowodował wykształcenie się polityki uwzględniania interesu właściciela, którą zaczęto określać mianem „władzy inwestorów”.

Spółka w toku swojej ewolucji przechodziła kryzysy tożsamości. Wielka korporacja (spółka) była typową „dla ery przemysłowej, od zewnątrz prezentowała się okazale, kontrolowała ogromie zasoby, zatrudniała miliony

²³ Brak możliwości podolania zadaniom powodował, iż pojawiło się zjawisko „zakulisowych gabinetów” składających się z rzeszy asystentów oraz zjawisko budowy szczebli niemających sprecyzowanych zadań do realizacji.

²⁴ M. L. Mace opublikował artykuł, zatytułowany „*The President and the Board of Directors*”. Badania dotyczyły tego, co członkowie rady robią, a czego nie robią, mimo że, zgodnie z utartą opinią o roli rad, powinni robić.

²⁵ M. L. Mace zaproponował działania niezbędne do odnowienia rad dyrektorów, m. in. poprzez ustanowienie kryteriów oceny zarządzających menedżerów oraz przeprowadzanie rocznej, formalnej oceny rezultatów ich działań.

²⁶ Institutional Shareholder Service, Council of Institutional Investors oraz United Shareholders Association.

²⁷ The Protection of Shareholders' Rights Act i później, The Corporate Democracy Act.

ludzi, wpływała na sferę polityki”²⁸. Warunki funkcjonowania spółki w XXI wieku uległy zmianie - nastąpiło spotęgowanie zmienności otoczenia. Takie warunki zobowiązały menedżerów do podejmowania coraz większej liczby decyzji w coraz krótszym czasie²⁹. Menedżerowie wychowani w warunkach „drugiej fali”, gdzie korporacje (spółki) przystosowane były do działania w warunkach masowego produkcji stanęli wobec wyzwań, jakie niesło funkcjonowanie w dynamicznym i różnorodnym środowisku. Gospodarka „trzeciej fali”³⁰ wygenerowała zapotrzebowanie na korporację (spółkę) nowego rodzaju, której zadaniem nie jest tylko przynoszenie zysków, ale także zwiększanie majątku właścicieli. Nowy paradygmat korporacji (spółki) wymagał, aby menedżerowie byli osobami, które umieją precyzować złożone zadania, określać zachodzące między nimi zależności i wynajdować synergiczne strategie, dzięki którym można realizować kilka zamierzeń równocześnie. „Polityka korporacji (spółki) zaczęła uwzględniać umożliwienie osiągnięcia najwyższych wartości, nie jednej, lecz kilku zmiennych” [Toffler 2006, s. 277].

Na tym tle twierdzenie, „że choć zarządzanie w swojej istocie i celach końcowych, jakie mu przyświecają, nie zmieniło się na przestrzeni wieków, to jednak zmieniło się, co do sposobów, stopnia złożoności i skomplikowania oraz trudności” [Przybyła 1997] jest niezwykle adekwatne do zaistniałych zmian.

2. Klasyfikacja i porównanie systemów corporate governance

Systemy corporate governance „można utożsamiać z mechanizmami tworzącymi charakter własności i kontroli nad przedsiębiorstwami w ramach gospodarki. Mechanizmy te widoczne były w formach własności korporacji, istniejących strukturach ich kontroli oraz procesach, za pośrednictwem, których zachodziły zmiany we własności i kontroli” [Herdan 2007, s. 32].

²⁸ Szersze spojrzenie na ten temat zawiera rozdział „Kryzys tożsamości korporacyjnej”. Zob. A. Toffler, *Trzecia fala*, Wydawnictwo Kurpisz, Poznań 2006, s. 261.

²⁹ Wpływ komputeryzacji i systemów sieciowych (WWW, autostrady informatyczne, sieci szkieletowe).

³⁰ Zmiany gospodarki z „drugiej” na „trzecią” spowodowały zmianę doktryny zarządzania, związanej z metodami tworzenia dóbr materialnych i świadczenia usług. Zmiany te miały charakter stopniowej ewolucji i za punkt wyznaczający rozpoczęcie gospodarki „trzeciej fali” uznawany jest 1956 r. w którym w USA liczba pracowników produkcyjnych (niebieskich kołnierzyków) zrównała się z liczbą osób zatrudnionych w usługach i handlu (białych kołnierzyków).

Systemy corporate governance tworzyły wzajemnie ze sobą powiązane oraz komplementarne względem siebie elementy o charakterze instytucjonalno-prawnym, ekonomicznym oraz kulturowym, które determinowały sposób, w jaki sprawowana była kontrola i w jaki podejmowane były decyzje w przedsiębiorstwach funkcjonujących w formie spółki. Podstawową typologię corporate governance zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Podstawowe typologie corporate governance

Kryterium podziału	Rodzaje modeli
Rozwiązania instytucjonalno-prawne	jednopoziomowy (monistyczny) dwupoziomowy (dualistyczny)
Struktura własność i mechanizm kontroli	outsiderski (otwarty) insiderski (zamknięty)
Cel i społeczna odpowiedzialność korporacji	finansowy model przedsiębiorstwa społeczny model przedsiębiorstwa
Typ i orientacja nadzoru	orientacji finansowej orientacji przemysłowej

Źródło: P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 67.

Na podstawie funkcjonującego do lat 90-tych XX wieku podejścia „finansowego”, różnicowanie systemów corporate governance związane było ze sposobem ich finansowania. Na początku XXI wieku stwierdzono³¹, iż „to nie sposób finansowania, ale to jak korporacje są władane i kontrolowane, różnicuje systemy” [Szomburg, Tamowicz i Dzierżanowski 2001, s. 20].

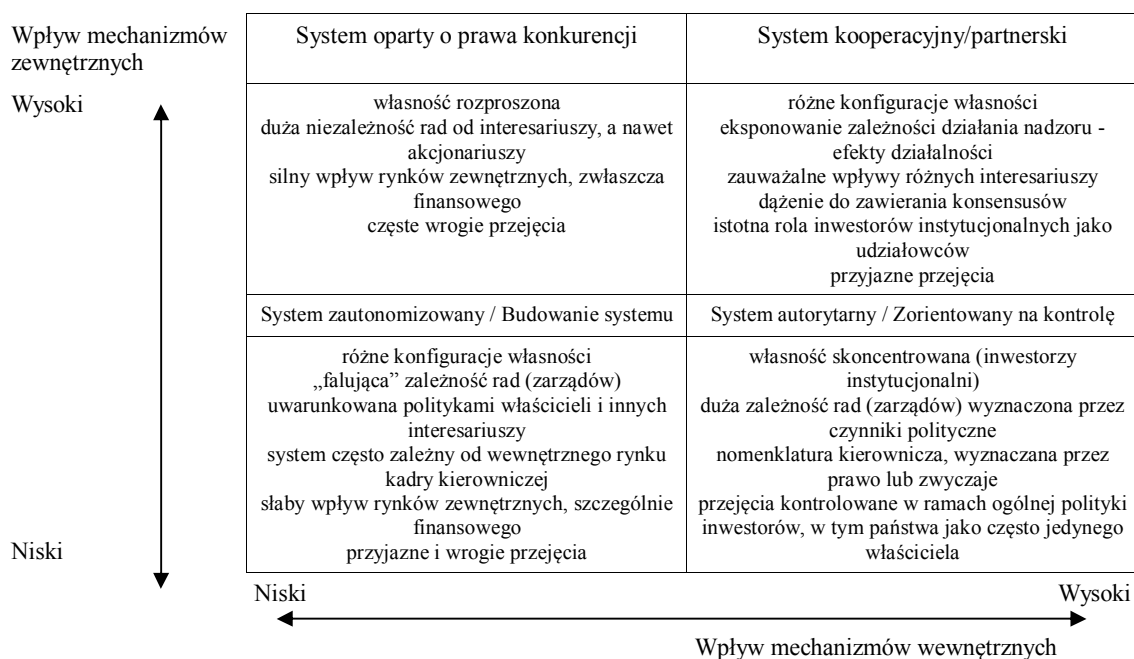
Rozwinięcie elementów kształtujących system corporate governance i będących podstawą jego klasyfikacji, z zachowaniem identyfikacji występowania w danym systemie gospodarczym i relacji w środowisku oraz w danym kraju przedstawiono w tabeli 2. Przedstawiona w pracy systematyka została zredukowana do dwóch głównych systemów, które zaprezentowano na schemacie 1.

³¹ Badanie McKinsey & Company wykazało, że inwestorzy są świadomi zależności pomiędzy zarządzaniem, systemem kontroli a wynikami spółek i dlatego są gotowi płacić wyższą cenę za dobry nadzór – premia nawet 28%. Zob. K. Polak, *Reguły Corporate Governance w Polsce – zarządzanie ze znakiem jakości*, „Gazeta Prawna” 2002, nr 127.

Tabela 2. Klasyfikacja systemów corporate governance

Podejście	Rynkowe				
	System anglo-amerykański	System niemiecki		System łaciński	System japoński
Kraje	Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, Australia	Niemcy, Holandia, Szwajcaria, Szwecja, Austria, Dania, Norwegia, Finlandia		Francja, Włochy, Hiszpania, Belgia	Japonia
Koncepcja korporacji	Instrumentalna	Instytucjonalna		Instytucjonalna	Instytucjonalna
Forma organu nadzoru korporacyjnego	Pojedynczy organ	Podwójny organ		Pojedynczy lub podwójny organ we Francji, w pozostałych pojedynczy	Pojedynczy organ
Wpływy akcjonariusz	Akcjonariusze	Banki, pracownicy, grupy oligarchiczne		Holdingi finansowe, rząd, grupy oligarchiczne	Banki, instytucje finansowe, pracownicy, grupy oligarchiczne
Ważność giełdy	Duża	Średni / duża		Średnia	Duża
Aktywność rynku kontroli korporacji ³²	Duża	Brak		Brak	Brak
Koncentracja własności	Niska	Średnia / wysoka		Wysoka	Niska / średnia
Zależność wynagrodzeń od rezultatów	Wysoka	Niska		Średnia	Niska
Horyzont czasowy	Krótki	Długi		Długi	Długi

Źródło: J. Weimer, J.C. Pape, *The Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance An International Review”, 1999, t. 7, nr 2, s. 154, za: K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, 2005, s. 123.

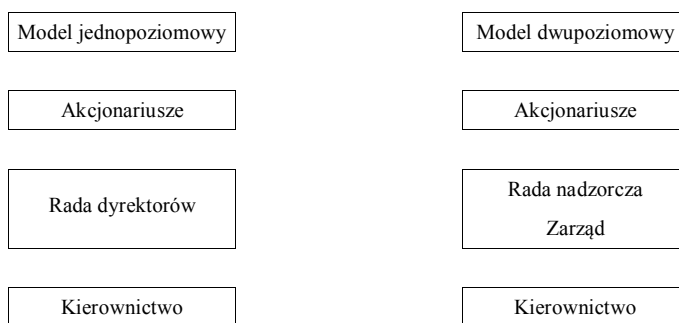


Schemat 1. Klasyfikacja systemów corporate governance według wpływu mechanizmów zewnętrznych i wewnętrznych

Źródło: B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2.

³² Market for corporate control.

Klasyfikacja systemów, oparta została na rozwiązaniach instytucjonalno-prawnych w zakresie funkcjonowania organów nadzoru i odnosi się do dwóch podstawowych systemów, tj. monistycznego (jednopoziomowy) i dualistycznego (dwupoziomowy), których schemat ideowy zaprezentowano na schemacie 2.



Schemat 2. Modele wewnętrznego corporate governance

Źródło: S. Rudolf, *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 11.

2.1. Charakterystyka systemu monistycznego

W celu zapewnienia przejrzystości i spójności stosowanej terminologii w dysertacji użyto określenia system corporate governance, mimo stosowania przez niektórych autorów zwrotu model³³. Za stosowaniem takiej terminologii przemawia fakt, iż systemem to zespół współdziałających ze sobą elementów³⁴ prawnych, ekonomicznych, społecznych, w których funkcjonują przedsiębiorstwa, stanowiący celowo zorientowaną jedną całość. W pracy przyjęto podział na dwa zasadnicze systemy, monistyczny i dualistyczny³⁵, zaś mianem podsystemów określono narodowe wersje corporate governance.

Pierwotnym systemem corporate governance był system monistyczny, wywodzący się z XVII-wiecznych kompanii handlowych, w których „wykształciła się rada administracyjna, stanowiąca zebranie najbardziej wpływowych akcjonariuszy” [Opalski 2005, s. 12]. Jej zadaniem było

³³ Por. T. Gabrusewicz, *Ewolucja modeli nadzoru korporacyjnego – część pierwsza*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2008, nr 4. W ocenie autora dysertacji pojęcie model można użyć w stosunku do określenia klasyfikacji w oparciu o cele przedsiębiorstwa, funkcjonującego w formie spółki, a wówczas występują jedynie dwa modele, finansowy i społeczny. Zob. R. Czerniawski, A. Rapacka, *Pomiędzy prawem a finansami*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007, s. 269.

³⁴ Elementy systemu posiadające pewne własności lub atrybuty i znajdują się w określonych relacjach, (związkach, współdziałaniach) między sobą.

³⁵ System łańciskowy jest hybrydą dwóch zasadniczych.

kierowanie kompanią i nadzór nad dyrektorami, powołanymi do wykonywania poleceń rady i sprawowania bieżącego zarządu. Następnie rada administracyjna stała się organem wybieranym przez ogólne zebranie właścicieli i zyskała status ich formalnego reprezentanta³⁶.

W systemie monistycznym, określanym także mianem systemu otwartego³⁷ (outsiderskiego - anglosaskiego³⁸), struktura własności³⁹ spółek powoduje, że kontrola sprawowana jest z zewnątrz, poprzez rynki kapitałowe⁴⁰. W systemie monistycznym funkcje zarządcze i nadzoru są połączone na poziomie rady dyrektorów lub rady administrującej⁴¹. Spółka posiadała jeden organ nadzorczo-zarządzający, w którego ramach występuje funkcjonalny podział zadań, tj. pomiędzy dyrektorów zarządzających (wykonawczych⁴²), prowadzących bieżące sprawy spółki, a dyrektorów niezarządzających, pełniących funkcje kontrolne i decyzje. W założeniu „członkowie rady posiadają te same prawa i obowiązki, niezależnie od tego czy są członkami kierownictwa, czy osobami spoza firmy. Zobowiązani są do działania uczciwymi metodami w najlepiej pojętym interesie akcjonariuszy i interesie firmy” [Rudolf 1999b, s. 235]. Pierwotnie zadaniem rady dyrektorów było określanie strategii spółki, podejmowanie zasadniczych rozstrzygnięć i kontrola sposobu ich realizacji, podczas gdy wykonywanie decyzji należało do funkcjonariuszy (officers).⁴³ Stopniowo officers zaczęli wchodzić w skład rady jako dyrektorzy wykonawczy⁴⁴. Dyrektorzy niebędący jednocześnie officers⁴⁵, którzy mieli sprawować kontrolę, zaczęli stanowić mniejszość lub byli eliminowani z rady. W efekcie kierowanie spółką zaczęło koncentrować się w rękach profesjonalnych

³⁶ Struktura organizacyjna: zgromadzenie akcjonariuszy - rada administracyjna - dyrektorzy (zarządcy).

³⁷ Terminologia zaproponowana przez J. Szomburg, P. Tamowicz, M. Dzierżanowski.

³⁸ Model zorientowany na rynek (market-oriented system).

³⁹ Duże rozproszenie własności.

⁴⁰ W związku z faktem, iż głównym źródłem finansowania jest emisja akcji.

⁴¹ W przedsiębiorstwach amerykańskich rozpowszechniony jest „system jednoizbowy”. Model ten uchodził za dobry, ze względu na ułatwiony przepływ informacji, jednak dominacja osoby Prezesa w dwóch gremiach wywołała krytykę do tego systemu. Zob. red. M. Fijałkowski, *Nasilenie krytyki rad nadzorczych*, „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 9, s. 14-18.

⁴² Corporate officers.

⁴³ Officers (managers), powoływanych i odwoływanych przez dyrektorów, a w spółkach prywatnych, przez samych akcjonariuszy. Przewodniczył im chief executive officer (CEO), wobec którego officers pozostawali najczęściej w stosunku hierarchicznego podporządkowania.

⁴⁴ Amerykańscy inside directors i angielscy executive directors.

⁴⁵ Czyli dyrektorzy niewykonawczy (amerykańscy outside directors i angielscy non-executive directors).

officers, podczas gdy wpływ dyrektorów niewykonawczych został zmarginalizowany.

W systemie monistycznym przewodniczący rady dyrektorów / rady administrującej był często szefem menedżerów i kadry kierowniczej⁴⁶. Dyrektorzy wykonawczy wywierali decydujący wpływ na skład rady i jej decyzje, a także posiadali dostęp do najważniejszych informacji o spółce. W takich uwarunkowaniach rada stała się *de facto* mechanicznym narzędziem zatwierdzania decyzji dyrektorów wykonawczych⁴⁷. W systemie monistycznym nie wykształcił się sztywny podział kompetencji decyzyjnych między radą a officers⁴⁸. „Ponieważ obie grupy dyrektorów stanowią jeden organ, często pracujący razem w systemie tzw. komitetów, funkcje zarządcze i kontrolne ulegają przemieszaniu i tracą na wyrazistości” [Czerniawski i Rapacka 2007, s. 260].

System monistyczny, formalnie jest systemem powierniczym, nakierowanym na ochronę właścicieli spółki. O.E. Williamson argumentował, „że stawka akcjonariuszy jest w wyjątkowy sposób powiązana z sukcesem firmy i w przypadku upadku firmy nie pozostawia żadnej wartości” [Kozłowski 2004, s. 93]. Dlatego realizacja funkcji powiernictwa⁴⁹, której wyrazem jest kreowanie wartości przedsiębiorstwa, już w latach 70-tych ubiegłego wieku była utożsamiona z reprezentowaniem interesów właścicieli.

W systemie monistycznym rada uczestniczy w procesie podejmowania najważniejszych decyzji w spółce i dokonuje kontroli wstępnej, a w związku z tym jest uprawniona do wydawania w formie uchwał wiążących poleceń dyrektorom zarządzającym. W warunkach krajowych wybór systemu monistycznego jest możliwy w przypadku zawiązania spółki europejskiej (SE) z siedzibą w Polsce.

⁴⁶ CEO (Chief Executive Officer) lub PDG (President Directeur General).

⁴⁷ Wyrazem przewagi czynnika zarządzającego był stan, w którym CEO pełnił równocześnie funkcję przewodniczącego rady (chairman of the board).

⁴⁸ W prawie amerykańskim wyłączone jest jedynie delegowanie na rzecz officers istotnych uprawnień o charakterze strukturalnym, takich jak wypłata dywidendy, emisja akcji czy łączenie spółki.

⁴⁹ Wg N. Minow istnienie standardu powierniczego to mit, podobnie jak fikcyjność mechanizmów zapewniających zgodność działalności korporacji (spółek) z interesem publicznym. Zob. N. Minow, *Nadzór korporacyjny w Stanach Zjednoczonych – stare i nowe problemy*, w: K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 179-195.

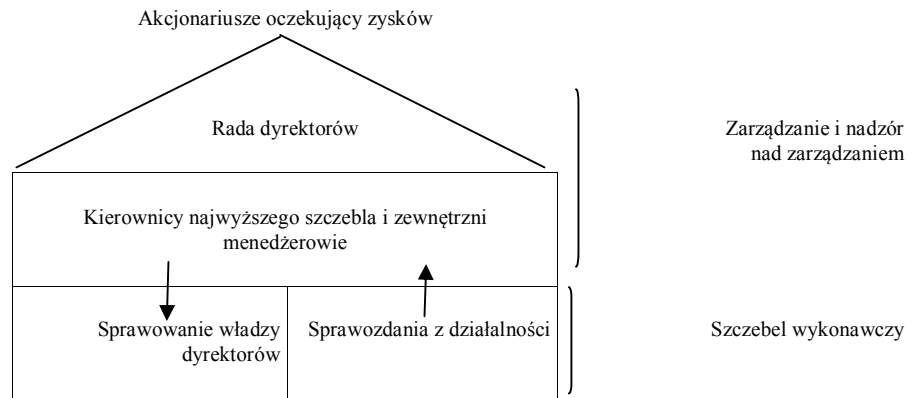
2.1.1. Anglosaski podsystem corporate governance w USA

Stany Zjednoczone Ameryki Północnej należą do krajów nieposiadających skodyfikowanego prawa handlowego⁵⁰, dlatego obok prawa zwyczajowego opartego na wzorach angielskich, istnieją w pojedynczych stanach ustawy, regulujące funkcjonowanie instytucji prawa handlowego. Specyfiką amerykańskiego podsystemu jest koncentracja na relacjach między radą dyrektorów (board of directors) a właścicielami (shareholders). Amerykański podsystem corporate governance przewiduje, że rolą rady dyrektorów jest zarządzanie lub nadzorowanie zarządzania w celu maksymalizacji korzyści dla właścicieli. Zgodnie z tą ideologią, amerykańska „korporacja to umowa między akcjonariuszami inwestującymi kapitał i radą dyrektorów” [Czerniawski i Rapacka 2007, s. 272] i nie ma w stosunku do społeczeństwa żadnych zobowiązań⁵¹. Struktura korporacji została zaprojektowana tak, aby maksymalizować zyski właścicieli, praktyka wykazała jednak, „że jest bardziej skuteczna w generowaniu zysków przez przerzucanie kosztów na innych” [Lis i Sterniczuk 2005, s. 183].

Amerykański podsystem corporate governance preferuje (schemat 3) dążenie do maksymalizacji wartości dla właścicieli, co wynika z faktu, iż podstawowym źródłem pozyskiwania przez przedsiębiorstwa kapitałów jest rynek kapitałowy. „Instytucjonalnym przejawem tego podejścia jest jednopoziomowa rada dyrektorów, skupiająca wewnętrznych (menedżerowie wysokiego szczebla) i zewnętrznych niezależnych dyrektorów (reprezentujących akcjonariuszy)” [Gabrusewicz 2008, s. 54]. I choć niezależni dyrektorzy „nie zajmują się bieżącą działalnością, mocno wpływają na losy przedsiębiorstwa, gdy „przestawiają zwrotnice”, a więc przede wszystkim mianują prezesa” [Fijałkowski 2000b, s. 25].

⁵⁰ Występują jednak dokumenty organizacji i stowarzyszeń będące wytycznymi, czy też rekomendacjami, jak Statement on Corporate Governance (1997) lub CalPERS Corporate Governance Core Principles and Guidelines (1998).

⁵¹ Pracownicy i inni interesariusze zajmują peryferyjne pozycje.



Schemat 3. Schemat amerykańskiego podsystemu Corporate Governance

Źródło: T. Gabrusewicz, *Ewolucja modeli nadzoru korporacyjnego – część pierwsza*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2008, nr 4.

Podsystem amerykański funkcjonuje⁵² według przejrzystej zasady powiększania wartości spółki dla akcjonariuszy⁵³, w którym miarą oceny pracy zarządu jest wskaźnik EPS⁵⁴ oraz bieżący kurs akcji spółki. Według tego założenia przy podejmowaniu decyzji menedżerowie kierują się oceną czy służy ona interesom właścicieli, wpływając pozytywnie na wartość rynkową i kapitalizację spółki⁵⁵. Instrumentem prawnym, służącym ochronie interesów akcjonariuszy jest prawo wytoczenia przeciw zarządcom powództwa o naprawienie szkody wyrządzonej spółce⁵⁶ oraz wyegzekwowanie karnej odpowiedzialności menedżerów za fałszowanie bilansów spółki i dokonywanie świadomych nadużyć na jej szkodę.⁵⁷

Dodatkowym prawnym zabezpieczeniem procesów i procedur amerykańskiego corporate governance są warunki nowojorskiej giełdy⁵⁸ i funkcjonowanie Komisji Papierów Wartościowych⁵⁹. System NYSE stawiając wysokie wymagania, co do ujawniania informacji, wymuszał publikowanie finansowych sprawozdań kwartalnych. Informacje w nich przedstawiane powodowały, iż „w USA przeciętnie traciło stanowisko kilku szefów

⁵² De facto funkcjonuje w modelu agencyjnym od lat 80 ubiegłego wieku, gdyż wcześniej występowała faza akumulacji kapitału finansowego.

⁵³ Shareholder value.

⁵⁴ Zysku spółki przypadającego na akcję (Earning per Share).

⁵⁵ W anglosaskim systemie prawnym interesy innych grup chronione są w sposób wystarczający bądź przez przepisy określonych dziedzin prawa lub zabezpieczenia kontraktowe.

⁵⁶ Tzw. powództwo derywatywne – derivative suits.

⁵⁷ Sarbanes Oxley Act.

⁵⁸ New York Stock Exchange.

⁵⁹ US Securities and Exchange Commission.

przedsiębiorstw dziennie, ponieważ nie wypełnili oczekiwań giełdy” [Fijałkowski 2001b, s. 17]. Sam sens przekazywania raportów kwartalnych został poddany krytyce, co wynikało z częstego manipulowania danymi tak, aby sprostać oczekiwaniom. Patologia raportowania kwartalnego polegała na tym, że „zarządy dbały o to, by kwartalne wskaźniki jak najdokładniej odpowiadały prognozom analityków giełdowych. Często więc nie dokonywały pewnych sensownych transakcji, które spowodowałyby odchylenie od tych prognoz w górę albo w dół” [Fijałkowski 2001c, s. 33] (tzw. kwartalna gra w zysk zwana także zarządzaniem zyskami⁶⁰). Wątpliwe było znaczenie informacyjne raportów kwartalnych, a nieufność ta przeniosła się także na sprawozdania badane przez audytorów, niezależnych tylko teoretycznie⁶¹.

W USA funkcjonują wewnętrzni i zewnętrzni⁶² dyrektorzy, ale ponieważ rada nie wykonuje bieżących funkcji zarządzania korporacją (spółką), prowadzenie przedsiębiorstwa „powierza się zarządowi wykonawczemu (officers) na czele z prezydentem, zachowując kontrolę strategiczną i nieograniczone prawo interwencji w poczynania zarządu wykonawczego” [Machaczka i Misiołek 1999, s. 28]. „Dyrektorzy wewnętrzni to głównie pracownicy korporacji (spółki), zwykle członkowie najwyższego kierownictwa, dlatego żaden z wewnętrznych dyrektorów nie może być uważany za niezależnego” [Sterniczuk 2007, dostęp 01.08.2010]. Standardowo łączy się funkcję prezesa zarządu i rady⁶³, ale występuje także „wiodący członek rady”⁶⁴, który ma prawo zwoływania posiedzeń rady bez udziału prezesa [Fijałkowski 2007]. Rada dyrektorów tworzy kilka komisji, do spraw nadzoru finansowego⁶⁵,

⁶⁰ W tej grze uczestniczą firmy audytorskie w ramach działalności konsultingowej (konflikt interesów).

⁶¹ Przedsiębiorstwa audytorskie świadczyły podmiotom badanym przez siebie także usługi doradcze (w sprawach podatkowych, przy wycenie firm) i ramach audytu „niczego nie zauważają i potwierdzają wszystko”, łącznie z fryzowaniem bilansów. Do momentu afery Enronu przedsiębiorstwa audytorskie „wielkiej piątki” tj. Arthur Andersen, Deloitte, Ernst & Young, KPMG, PricewaterhouseCoopers posiadały przywilej publicznego zaufania. Następnie wydzielone zostały pionierzy doradcze i funkcjonują jako osobne podmioty. Jednak zależność kapitałowa tych wydzielonych pionierzy powoduje, iż nadal nie można mówić o niezależności.

⁶² To osoba niebędąca pracownikiem korporacji. Niezależni dyrektorzy, zdefiniowani przez Sarbanes-Oxley Act, są także częścią grupy dyrektorów zewnętrznych.

⁶³ Blisko 70% spółek wchodzących w skład indeksu S&P500 w (2007 r.).

⁶⁴ Pojawił się także postulat występowania jednego członka rady w roli advocatus diaboli – adwokata akcjonariuszy, czyli osoby pełniącej obowiązek upartego oponenta. Zob. red. M. Fijałkowski, *Czy prezesi mają nadmierną władzę?*, „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 12, s. 12-17.

⁶⁵ Audit Committee.

do spraw wynagrodzeń⁶⁶, do spraw powołania nowych członków rady⁶⁷ oraz inne komisje do spraw strategii, techniki, czy ładu korporacyjnego⁶⁸.

W latach 90-tych XX wieku okazało się, iż rady dyrektorów nie spełniały pokładanych w nich oczekiwań⁶⁹, gdyż nie kontrolowały działań zarządów, które nominalnie miały na celu podwyższanie wartości dla akcjonariuszy. Standardem funkcjonowania rady było nieingerowanie w działania kadry kierowniczej dotyczące strategii lub sposobów jej realizacji⁷⁰. Ponieważ akcjonariusze indywidualni⁷¹ byli rozproszeni⁷², w rezultacie wystąpiło ich oddzielenie w zakresie kontroli, którą wykonywali menedżerowie⁷³. Po 2000 roku, za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych doszło do wtórnej koncentracji własności. Inwestorzy instytucjonalni zastosowali jednak pasywne podejście do spółek, sprzedając na rynku giełdowym akcje tych przedsiębiorstw, które nie spełniły ich oczekiwań.

W USA zasadnicze znaczenie dla corporate governance ma „dominacja uproszczonego neodarwinowskiego obrazu systemu rynkowego” [Mesjasz 2004, s. 17], tj. dominacja interesów właścicieli oraz występowanie fuzji i przejęć przedsiębiorstw, a także traktowanie rady (dyrektorów) jako jednolitej grupy. Takie podejście powoduje, iż na czoło problemów corporate governance wysuwa się niebezpieczeństwo nadużycia przez zarządzających kontroli nad spółką na niekorzyść akcjonariuszy.

W podsystemie amerykańskim ikoną patologii stało się przedsiębiorstwo Enron⁷⁴, pierwotnie stawiane za wzór wykorzystania pomysłów i umiejętności.

⁶⁶ Compensation Committee.

⁶⁷ Nominating Committee.

⁶⁸ Zob. W. Suwała, *Korporacyjne wzorce amerykańskiego giganta*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 6, s. 44.

⁶⁹ D. S. R. Leighton, D. H. Thain, *Making Board Work*, McGraw-Hill Ryerson Limited, New York 1997, za: K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

⁷⁰ Błędna koncepcja „ruchu bez tarcia”, przykład działań podjętych w latach 90 przez korporację Coca Cola, w których wyniku pierwsze miejsce na rynku napojów niealkoholowych zajęło Pepsi. D. S. R. Leighton, D. H. Thain, *Making Board Work*, McGraw-Hill Ryerson Limited, New York 1997, za: K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005. na rynku napojów niealkoholowych zajęło Pepsi.

⁷¹ Wynikało to z uchwalonego pod wpływem Wielkiego Kryzysu Glass Steagall Act, który zakazywał jednoczesnego prowadzenia przez banki działalności komercyjnej (tj. kredytowej i przyjmowaniu wkładów) i inwestycji w papiery wartościowe na własny rachunek, a także powiązań pomiędzy bankami prowadzącymi te dwa rodzaje działalności.

⁷² W zdecydowanej większości spółek notowanych na Giełdzie Nowojorskiej (NYSE) nie występuje akcjonariusz, który miałby więcej niż 25% akcji, a w prawie połowie spółek nie występuje akcjonariusz, który miałby 5% akcji (2005).

⁷³ Ponadto akcjonariusze udzielali dyrektorom i menedżerom pełnomocnictw do wykonywania prawa głosu w ich imieniu na walnym zgromadzeniu spółki (proxy).

⁷⁴ Zob. R. Apreda, Jak nadzór właścicielski i globalizacja mogą działać wbrew prawu o dobrym praktykom w

Określano je mianem najbardziej innowacyjnego przedsiębiorstwa, formułując tezę, że Enron był posiadaczem „najwyższych umiejętności w dokonywaniu zindywidualizowanych transakcji na przeróżnych rynkach” [Fijałkowski 2000a, s. 3]. Firma audytorska Artur Andersen, która badała spółkę i nie dostrzegła żadnych uchybień, otrzymała w 2001 r. od Enron'u 25 mln USD za badania raportów finansowych i 27 mln USD za inne usługi⁷⁵ [Fijałkowski 2002b, s. 25]. „Po spektakularnym upadku Enronu, a następnie takich korporacji jak WorldCom, Tyco, Rite Aid, Adelpia, Kwest, Xerox oraz blamażu słynnej spółki audytorskiej Arthur Andersen⁷⁶ okazało się, że spółka uznawana za najbardziej efektywną była papierowym goliatem” [Toffler i Toffler 2007, s. 264].

2.1.2. Anglosaski podsystem corporate governance w Wielkiej Brytanii

Uwarunkowania prawne funkcjonowania corporate governance w Wielkiej Brytanii zawierał Joint-Stock Companies Act (1844 r.) i Companies Act (1865 r.), a następnie British Companies Act 1929/48. Kolejnym dokumentem dotyczącym corporate governance, sporządzonym na skutek skandalu związanego z wykorzystywaniem w nielegalnych operacjach, przez R. Maxwela⁷⁷, funduszy emerytalnych, były rekomendacje Cadbury'ego⁷⁸ (1992 r.), uzupełnione o późniejsze rekomendacje Greenbury'ego (1995 r.). Ostatnim uregulowaniem w zakresie corporate governance w Wielkiej Brytanii był wydany w 1998 r. The Combined Code.

Funkcjonujący w anglosaskim systemie prawnym system common law zawierają swobodę w kształtowaniu organizacji spółek akcyjnych⁷⁹. Głównym celem dokonywanych regulacji jest zapewnienie inwestorom dostępu do informacji o spółkach. Angielski Companies Act 1985⁸⁰ wymaga wyłącznie

biznesie – skandal Enronu, w: K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 143-177.

⁷⁵ Zob. red. M. Fijałkowski, *Nieufność wobec raportów finansowych*, „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 4, s. 22-26.

⁷⁶ Sfałszowane coroczne bilanse Enronu.

⁷⁷ Właściciela Maxwell Communications Corp. Zob. E. Ibsen, *How to Account for Maxwell Scandal*, *World Business*, publikacja http://www.nytimes.com/1991/12/10/business/worldbusiness/10iht-max_2.html

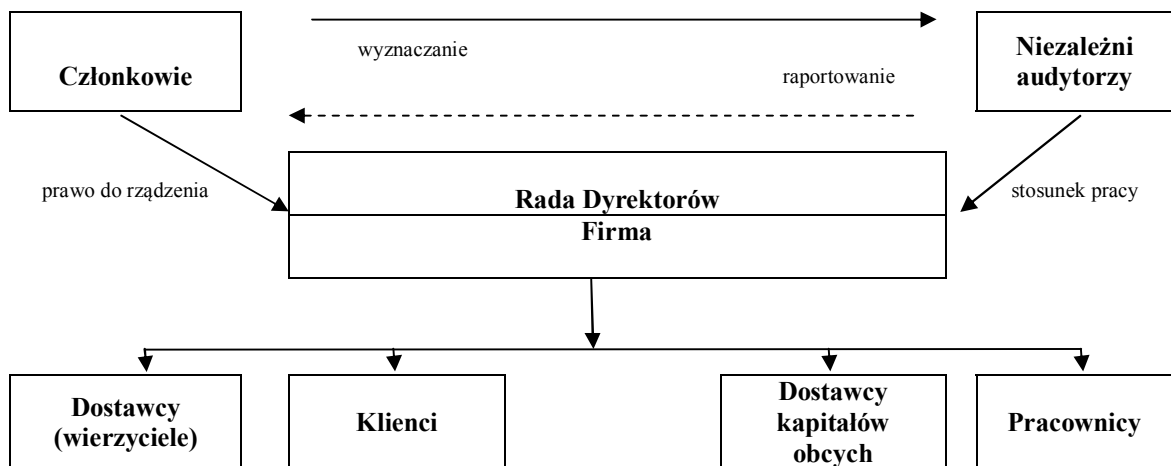
⁷⁸ Zalecał np. dla wyższej kadry kierowniczej kontrakty roczne lub dwuletnie.

⁷⁹ Decyzja w tym obszarze należy do akcjonariuszy.

⁸⁰ Przepis wprowadził rozróżnienie pomiędzy spółką z ograniczoną odpowiedzialnością LTD, a publiczną spółką z

powołania jednego, a w spółkach publicznych dwóch dyrektorów oraz sekretarza spółki, odpowiedzialnego za sprawy administracyjne⁸¹.

Podsystem brytyjski (schemat 4) jest systemem powierniczym, w którym powiernicy mają obowiązek zachowania aktywów spółki. System ten różni się od amerykańskiego⁸². Po pierwsze klauzula lojalności dyrektorów nie obowiązuje w systemie brytyjskim, a obowiązki te przechodzą od tych, którzy wybrali dyrektorów, na lojalność wobec spółki jako odrębnej osoby prawnej. Ponadto nie występuje rozróżnienie formalne na dyrektorów zarządzających oraz niezarządzających⁸³ i występuje rozdzielenie roli prezesa korporacji oraz przewodniczącego rady.



Schemat 4. Brytyjski podsystem Corporate Governance

Źródło: I. Fraser, W Henry, F. Wallace, *The Future of Corporate Governance. Insights from the Netherlands*, 2000, s. 15, za: M. Jarzemowska, *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 51.

W anglosaskim⁸⁴ podsystemie corporate governance, tzw. Combined Code łączy „miękkie” normy i zasady działania oraz stosowania kodeksu z „twardymi” uregulowaniami prawnymi dotyczącymi niektórych obszarów corporate governance. Brytyjskie przedsiębiorstwa działające w formie spółki nie

ograniczoną odpowiedzialnością (PLC).

⁸¹ CA 1985 nie przewiduje nawet, by dyrektorzy tworzyli organ kolegialny, nie wprowadza charakterystycznego rozróżnienia na dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych, nie wspomina o funkcji przewodniczącego ani o komitetach

⁸² Model agencyjny.

⁸³ Dyrektorzy według terminologii brytyjskiej dzieleni są na wykonawczych i niewykonawczych. Zob. P. Urbanek, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 18. Od 2004 r. do chwili obecnej widoczny jest odwrotny trend, a mianowicie wzrost udziału własności państwowej.

⁸⁴ Użycie sformułowania anglosaski związane jest w tym, iż oprócz Anglii model ten funkcjonuje także w Kanadzie, Australii i Nowej Zelandii, czy też w RPA i innych krajach, które znalazły się pod wpływem kulturowym Wielkiej Brytanii.

są zmuszane do rygorystycznego przestrzegania zaleceń kodeksu i za nieprzestrzeganie ich nie grożą im żadne sankcje. W podsystemie brytyjskim funkcjonowanie corporate governance oparte jest na mechanizmach samoregulacji⁸⁵, przy jednoczesnym zachowaniu zewnętrznej kontroli agencji państwowych, pełniących funkcję stróża przestrzegania zasad.

2.1.3. Podsystemy corporate governance w Federacji Rosyjskiej, Chinach i Indiach

W związku z faktem, iż we współczesnej gospodarce kształtujące się podsystemy corporate governance w państwach takich jak Rosja, Chiny czy Indie mają istotne znaczenie dla przyszłego globalnego kształtu corporate governance niezbędnym wydaje się przedstawienie podsystemów corporate governance funkcjonujących w krajach „nowej triady”⁸⁶.

W Rosji, w systemie prawnym nie występuje kodeksowa regulacja instytucji i organów spółki, lecz stosowane są przepisy zawarte w ustawie z dnia 30 listopada 1994 r., tj. Kodeks Cywilny Federacji Rosyjskiej (Гражданский кодекс Российской Федерации) oraz w ustawie z 26 grudnia 1995 r. o spółkach akcyjnych (Закон об акционерных обществах) lub w ustawie z 8 lutego 1998 r. o spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością (Закон об обществах с ограниченной ответственностью), odpowiednio do każdej z form.

Przemiany polityczno-gospodarcze ubiegłego wieku spowodowały, że zagadnienie funkcjonowania corporate governance, aż do kryzysu 1998 r. pozostawało w Rosji niedoceniane. Konieczność przyciągnięcia do Rosji kapitału zagranicznego spowodowała przyjęcie systemu monistycznego. W latach 1992-1995 uruchomiono w Rosji program prywatyzacji voucherowej, dokonując sprzedaży akcji średnich i dużych przedsiębiorstw⁸⁷, w wyniku której kontrolę przejęli głównie udziałowcy wewnętrzni⁸⁸ i wykształciły się powiązania FIG⁸⁹.

⁸⁵ W postaci funkcjonowania rynku kapitałowego.

⁸⁶ Pojęcie związane z funkcjonowaniem „starej triady”, do której zaliczono USA, UE, Japonię.

⁸⁷ Od 2004 r. do chwili obecnej widoczny jest odwrotny trend, a mianowicie wzrost udziału własności państwowej.

⁸⁸ Głównie menedżerowie.

⁸⁹ Powiązania te odnoszą się do wielkich grup finansowo - przemysłowych (FIGs - Financial-Industrial Group) gdzie

W podsystemie rosyjskim istotną rolę odgrywa rynek kontroli korporacyjnej⁹⁰, na którym zastosowanie znalazły takie metody jak „wykupywanie pakietów akcji na rynku wtórnym, lobbowanie za prywatyzacją, wykupywanie długów i przekształcanie ich w majątek przedsiębiorstwa, inkorporacja docelowej firmy w spółkę holdingową za pomocą metod administracyjnych, przejęcie kontroli przez procedurę bankructwa, albo w wyniku (często sfalszowanego) postępowania sądowego” [Grabowicki i Fiedorczyk 2010, s. 132]. W ostatniej dekadzie, rosyjski podsystem corporate governance jest w fazie kształtowania się, głównie pod wpływem działań ustawodawczych⁹¹.

Przemiana polityczno-gospodarcza która dokonała się w Rosji w latach 90-tych ubiegłego wieku wpłynęła także na jej południowego sąsiada, tj. Chiny. Jednak w przypadku tego kraju zmiany te miały jednak charakter wyłącznie gospodarczy. Przedstawiając występujący w Chinach podsystem corporate governance należy wziąć pod uwagę specyfikę historyczną wynikającą z faktu, iż do końca XIX w. chińskie władze nie zezwalały prywatnemu kapitałowi na angażowanie się w przedsięwzięcia przemysłowe. „Wyjątek stanowiły kontrolowane przez państwo, lecz zarządzane i finansowane przez prywatnych przedsiębiorców, tzw. monopole imperialne, występujące w takich branżach jak przemysł solny, jedwabniczy czy porcelanowy” [Studziński 2012a, s. 64]. W 1895 r., rząd cesarski został zmuszony do wydania pozwolenia na działalność niezależnych od prawa miejscowego prywatnych kompanii handlowych. Rząd Chin ustanowił w 1904 r. nowe *Prawo Korporacji*, które stanowiło skróconą wersję ówczesnych regulacji angielskich i japońskich. Dalszy rozwój nastąpił po reformach gospodarczych⁹² wprowadzonych w 1978 r., które spowodowały odrodzenia sektora prywatnego⁹³. Wprowadzona w 1988 r. ustawa

występują powiązania zarówno kapitałowe, jak i personalne w grupie łączącej w sobie banki i przedsiębiorstwa - bliźniacze w stosunku do japońskich keiretsu.

⁹⁰ Zgodnie z danymi Dumy Państwowej FR w samym tylko 2002 r. zostało odnotowanych 1870 przypadków przejęć firm.

⁹¹ Ustawa o spółkach akcyjnych z 1996 r., Ustawa o rynkach papierów wartościowych z 1996 r., Ustawa o ochronie praw inwestorów z 1999 r., Kodeks Nadzoru Korporacyjnego (Code of Corporate Conduct) z 2002 r. wprowadzony przez Federalną Służbę Rynków Finansowych, wzorowany na Zasadach Nadzoru Korporacyjnego OECD. Por. D. McCarthy, S. Puffer, *Interpreting the ethicality of corporate governance decision in Russia*, The Academy of Management Review 2008, vol. 33, no. 1.

⁹² Pod koniec lat 80. XX w. władze państwa podjęły inicjatywę zwiększenia efektywności przedsiębiorstw państwowych, wówczas bez osobowości prawnej, określanych jako „fabryki” (*Gongchang*).

⁹³ Ale nie w oparciu o własność prywatną, lecz o prawo do użytkowania ziemi, którego właścicielem jest państwo.

o przedsiębiorstwach państwowych nadała „fabrykom” osobowość prawną, zwiększając swobodę działania zarządzających. „Model opierający się na przedsiębiorstwach państwowych, zobowiązanych do przekazywania skarbowi państwa stałych kwot dochodu, zwany modelem Transformacyjnym albo Kontraktowym, dominował w Chinach aż do 1993 r., kiedy został uchwalony chiński kodeks handlowy [Studziński 2012a, s. 66]. W 1993 r. wprowadzono kodeks, który stanowił podstawę dla transformacji przedsiębiorstw państwowych w spółki handlowe. Ustrój spółek handlowych, oparto na trzech ciałach zarządzających, tj. zgromadzeniu akcjonariuszy, radzie nadzorczej oraz zarządzie. Chiński kodeks nie przewidywał hierarchicznej zależności pomiędzy radą nadzorczą a zarządem. Członkowie obydwu ciał są powoływani oraz odpowiadają bezpośrednio przed akcjonariuszami. Dalszy rozwój chińskiego podsystemu corporate governance związany był z otwarciem na zagraniczne kapitały. W izolowanych strefach gospodarczych na wybrzeżu Chin⁹⁴ powstał „hybrydowy system biurokratycznego kapitalizmu” [Moszyński 2007, s. 123]. W 1990 r. przywrócono funkcjonowanie instytucji giełd⁹⁵ - Shanghai Stock Exchange (SSE) oraz Shenzhen Stock Exchange, a po 1997 r. włączono także giełdę w Hongkongu (HKSE)⁹⁶.

Proces przyswajania przez Chiny anglosaskiego systemu corporate governance zakończyło przyjęcie systemu monistycznego w wersji, w której działalność chińskich przedsiębiorstw, umiejscowionych głównie w SEZ-ach, charakteryzuje występowanie „podwójnych organów nadzoru – reprezentujących interesy prywatnego inwestora oraz władz” [Moszyński 2007, s. 133]. Chiński podsystem corporate governance, charakteryzuje się wysokim udziałem skarbu państwa we własności i kontroli spółek, dlatego określany jest mianem modelu „opartego na kontroli” (control based model) lub „modelem głównego gracza”

⁹⁴ W Shenzhen utworzono pierwszą w Chinach specjalną strefę ekonomiczną – SEZ.

⁹⁵ Giełda została utworzona w Chinach już w 1870 r., przetrwała dwa krachy, w 1883 r. i w 1922 r., ale ze względu na niską płynność i czynniki polityczne Chiny nie podążyły drogą gospodarki rynkowej. Por. R. K. Morck, L. Steier, *The global history of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005, s. 6-8.

⁹⁶ Parkiet w Szanghaju został podzielony na dwie części: rynek akcji A (w walucie chińskiej, początkowo przeznaczony dla inwestorów krajowych, a od 2003 r. dla zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, którzy posiadają specjalne zezwolenia) i rynek akcji B (w walucie USD, pierwotnie dla inwestorów zagranicznych, a od 2001 r. także chińskich).

(keyman model)⁹⁷. Innym wyróżniającym elementem podsystemu chińskiego „jest wprowadzona w 1996 r. tzw. zasada głównego banku (*Main Bank System*), zgodnie z którą każde przedsiębiorstwo jest zobowiązane do przekazywania swojemu bankowi (wybranemu przez radę nadzorczą) rozszerzonych informacji i sprawozdań, jak również do poddania się audytom zleconym przez taki bank” [Studziński 2012a, s. 68].

„Formalnie corporate governance w Chinach jest nakierowany na rynkowy mechanizm nadzoru, gdyż teoretycznie rynek giełdowy jest wystarczająco skuteczny, żeby ceny akcji odzwierciedlały wartość przedsiębiorstwa. Faktycznie zaś ceny akcji na rynkach giełdowych Chin, są często kształtowane przez czysto spekulacyjną działalność” [Chong-En, i in. 2004, s. 601]. Pomimo funkcjonowania rynku kapitałowego, w podsystemie chińskim rynek kontroli nie istnieje, gdyż członkowie kadry kierowniczej są mianowani przez agencje rządowe, a w gospodarce występuje dominacja państwa.

Kolejnym krajem którego wpływ na globalny system corporate governance nie można pominąć są Indie. Jeszcze pod brytyjskim protektoratem funkcjonował tam system monistyczny, a po uzyskaniu niepodległości w 1947 r., aż do lat pięćdziesiątych, pomimo obowiązywania *Companies Act* z 1956 r., to państwo sprawowała kontrolą nad sektorem prywatnym i handlem zagranicznym [Studziński 2012a]. W 1991 r. przeprowadzono prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, przyjmując system monistyczny, uwzględniając jednak specyfikę istnienia indyjskich, rodzinnych grup przemysłowych, o charakterze japońskiego kairetsu czy koreańskiego chaebol⁹⁸.

Formalnie indyjski system jest jednym z oferujących najwyższy poziom ochrony inwestora w świecie, ponieważ jednak własność przedsiębiorstw jest silnie skoncentrowana w grupie „rodzin przemysłowych”, system ten nie dąży do zapewnienia ochrony udziałowcom mniejszościowym. „Wysokiemu poziomowi koncentracji własności, charakterystycznemu dla piramidalnych grup

⁹⁷ Rząd chiński stosuje metody utrwalania swojej pozycji (np. upublicznianie spółek poprzez emisję tzw. akcji państwowych, których posiadaczem może być tylko skarż państwa).

⁹⁸ Opracowano na podstawie R. K. Morck, L. Steier, *The global history of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005, s. 10-12.

kapitałowych, towarzyszy zjawisko „tunelowania” wartości, czyli transferu zysków i aktywów z przedsiębiorstw na rzecz podmiotów i osób, które je kontrolują. Według wielu ekspertów, jest to jeden z najistotniejszych problemów indyjskiego systemu ładu korporacyjnego” [Studziński 2012a, s. 64].

Obecnie, poprzez zastosowanie zasad dobrych praktyk, „a zwłaszcza ulepszenie egzekucji praw udziałowca, w wyniku wprowadzenia w życie zapisów *Companies Act* z 1994 r., nowo powstające przedsiębiorstwa, jak np. Infosys, są już wolne od wpływu przemysłowych grup rodzinnych i w centrum zainteresowania znajduje się indywidualny akcjonariusz” [Chakrabarti, Megginson i Yadav 2008, s. 70].

Biorąc pod uwagę, zarówno obszar terytorialny stosowania systemu monistycznego, jak i dominującą w skali globalnej ilość korporacji (spółek) funkcjonujących w opisywanych krajach, należy uznać, iż system jednopoziomowy jest obecnie systemem dominującym⁹⁹, a jego znaczenie będzie sukcesywnie wzrastało wraz z ekspansją przedsiębiorstw mających siedzibę w tych krajach.

2.1.4. Łaciński podsystem corporate governance we Francji

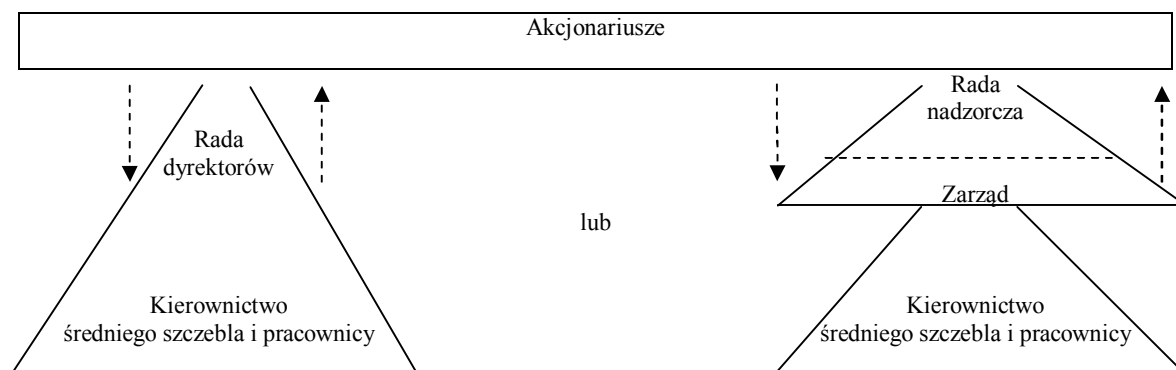
Prawne regulacje dotyczące łacińskiego systemu corporate governance zawierał pierwotnie wydany w 1804 r. Kodeks Napoleona¹⁰⁰, uzupełniony następnie wydanym w 1807 r. Kodeksem handlowym (*Code de Commerce*). Ten akt prawny, uzupełniany i poprawiany przetrwał aż do 2000 r., kiedy to został zastąpiony przez Nowy kodeks handlowy (*Nouveau Code de Commerce*).

Podsystem łaciński (schemat 5) jest hybrydą podsystemu anglosaskiego i niemieckiego, gdyż od 1966 r. funkcjonują dwa równoprawne systemy. W podsystemie zbliżonym do anglosaskiego „występuje łączenie funkcji wykonawczych i nadzorczych, zarówno na poziomie jednego ciała kolegialnego

⁹⁹ Związane jest to z faktem, iż system monistyczny zapewnia elastyczność, dobrą komunikację i przepływ informacji między członkami. Ponadto, udział członków z przedsiębiorstwa w radzie dyrektorów umożliwia lepsze zrozumienie sytuacji firmy i specyfiki danego biznesu.

¹⁰⁰ Poza uregulowaniami dla standardowych spółek zawierał regulacje odnoszące się do spółki anonimowej, obecnie znaną jako spółka akcyjna.

(Le conseil d 'administration), jak i w formie bardzo silnej pozycji dyrektora, łączącego funkcje dyrektora wykonawczego i prezesa rady dyrektorów czy rady nadzorczej (President Directenr Generale – PDG).



Schemat 5. Łaciński (francuski) podsystem Corporate Governance

Źródło: K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s.137.

We francuskim modelu dualistycznym sprawy spółki prowadzi zarząd (Directoire), kontrolę zaś sprawowała rada nadzorcza (Conseil de surveillance). Czynności ze sfery zarządzania, wymagające zgody rady nadzorczej zostały ściśle określone. System drugi, jest podobny do systemu funkcjonującego w krajach Europy kontynentalnej i jest mniej popularny” [Gajewska-Jedwabny i Jedwabny 2007, s. 26]. Formalnie zadaniem rady w podsystemie łacińskim była kontrola działań prezesa, ale ponieważ łączył on przewodnictwo w radzie z funkcjami wykonawczymi kontrola była *de facto* fasadowa.

Dokonana po 2000 r. reforma francuskiego „prawa o spółkach” wprowadziła nieznaną w łacińskim podsystemie monistycznym możliwość rozdzielenia funkcji prezesa rady administrującej i dyrektora generalnego¹⁰¹. W takim rozwiązaniu prezes kieruje radą i organizuje jej pracę, nie posiadając jednak uprawnienia do reprezentowania spółki, rada zaś określa strategię spółki¹⁰² i kontroluje jej realizację. W pozostałym zakresie prawo prowadzenia spraw spółki (a także reprezentacji) zostało scedowane na dyrektora generalnego.

W porównaniu z anglosaskim obszarem oddziaływania podsystemu corporate governance, w krajach, w których funkcjonuje łaciński podsystem,

¹⁰¹ Takie rozwiązanie zapewnia podział funkcji kontrolnych i zarządzających.

¹⁰² Rada określa nie tylko strategię spółki, ale może także rozstrzygać w każdej sprawie, którą uzna za istotną.

występują giełdy o małej liczbie notowanych spółek i niskiej liczbie zawieranych transakcji. Brakuje aktywnego rynku kontroli korporacji, występuje natomiast znaczna koncentracja własności akcji.

2.1.5. Sieciowy podsystem corporate governance w Japonii i Korei Południowej

Przed 1868 r. Japonia była krajem izolującym się od wpływów zewnętrznych. Po przerwaniu gospodarczej izolacji Japonii powstawały na jej terytorium rodzinne monopole, konglomeraty¹⁰³ Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo [Żur 1999]. Utworzyły one zaibatsu¹⁰⁴, funkcjonujące aż do końca II wojny światowej. W okresie międzywojennym formalnie pozostawały w rękach prywatnych, jednak w praktyce w wyniku działalności Agencji Planowania od roku 1937 r. zostały znacjonalizowane. „Zarządy potrzebowały akceptacji Agencji przy podejmowaniu decyzji dotyczących między innymi zmiany statutu spółki, emisji akcji i papierów dłużnych. Kolejne zmiany odebrały radom nadzorczym prawo do określania dywidendy (1939) oraz powoływania zarządu spółki (1943)” [Studziński 2012, s. 66]. Po 1945 r. w Japonii nastąpiła konfiskata akcji oraz uwolnienie spółek z powiązań kapitałowych i sprzedaż wszystkich akcji na rynku kapitałowym, co w konsekwencji wywołało serię wrogich przejęć¹⁰⁵. Po 1952 r. „japońskie przedsiębiorstwa rozpoczęły proces dobrowolnej konsolidacji, poprzez krzyżowe nabywanie i obejmowanie własnych akcji. Powstały struktury macierzowe, w których każda ze spółek posiadała po kilka procent akcji każdej z pozostałych spółek” [Studziński 2012, s. 67]. Powstały układ określony został mianem keiretsu¹⁰⁶, który tworzył się w dwóch falach, w latach 50-tych i 60-tych XX wieku. Przedsiębiorstwa powstałe po zlikwidowaniu zaibatsu ponownie stworzyły między sobą

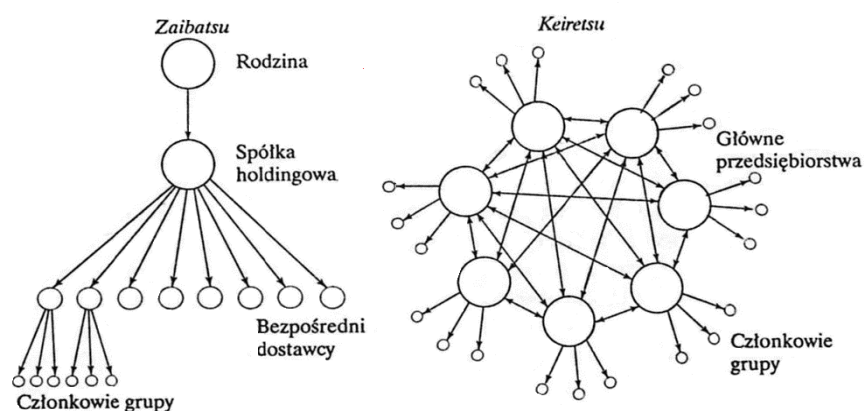
¹⁰³ Zaibatsu (Zai oznacza fortunę lub pieniądze, a Bai – rodzinę lub klikę), za: I. Koładkiewicz, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltex, Warszawa 1999, s. 23.

¹⁰⁴ Powstanie zaibatsu związane było z funkcjonowaniem w Japonii koncepcji przedsiębiorstwa jako organizacji społecznej, a nie jako wynik prywatnego kontraktu.

¹⁰⁵ Lata 1945-1952 to okres funkcjonowania zewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego, narzuconego przez amerykańskie władze okupacyjne. Spowodował nieznane przedtem zjawisko braku pewności zatrudnienia członków najwyższego kierownictwa spółek.

¹⁰⁶ Główne keiretsu Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Fuyo, Dai-Ichi Kangyo, Sanwa.

powiązania, kupując nawzajem swoje udziały i tworząc wielobranżowe poziome i pionowe aliance¹⁰⁷. Różnice strukturalne pomiędzy konglomeratem zaibatsu a keiretsu przedstawiono na schemacie 6.



Schemat 6. Struktura zaibatsu a keiretsu

Źródło: J. Grabowiecki, *Keiretsu organizacja, mechanizm funkcjonowania oraz kierunki zmian japońskich grup kapitałowo-przemysłowych*, „Ekonomista” 2002, nr 1.

Każde z głównych keiretsu było skoncentrowane wokół jednego banku, który udzielał kredytów członkom grupy, a także posiadał w nich udziały. „Główną zasadą działania keiretsu była współpraca firm wchodzących w ich skład, wymiana informacji gospodarczych, rozłożenie ryzyka inwestycyjnego oraz minimalizacja kosztów transakcji” [Żur 1999, s. 102]. Jednym ze skutków takiej struktury była znikoma ilość wrogich przejęć, gdyż *de facto* nie funkcjonował zewnętrzny mechanizm corporate governance. Ponadto spółki będące kogaisha¹⁰⁸ nie posiadały swobody decyzyjnej, a spółki będące kigyō¹⁰⁹ były uzależnione od spółki nadrzędnej. Recesja lat 90-tych XX wieku miała znaczący wpływ na keiretsu, gdyż wiele przedsiębiorstw spoza systemu keiretsu¹¹⁰ zaczęło wykazywać lepsze wyniki finansowe.

Typowy model keiretsu nie pojawił się poza Japonią, ale wiele nie-japońskich grup jest określanych mianem keiretsu. Przykładem takiej formy są koreańskie chaebol [Kim i Kim 2008] (Samsung Group, LG). Do pozostałych nietypowych keiretsu należą także np. Virgin Group i Tata Group¹¹¹.

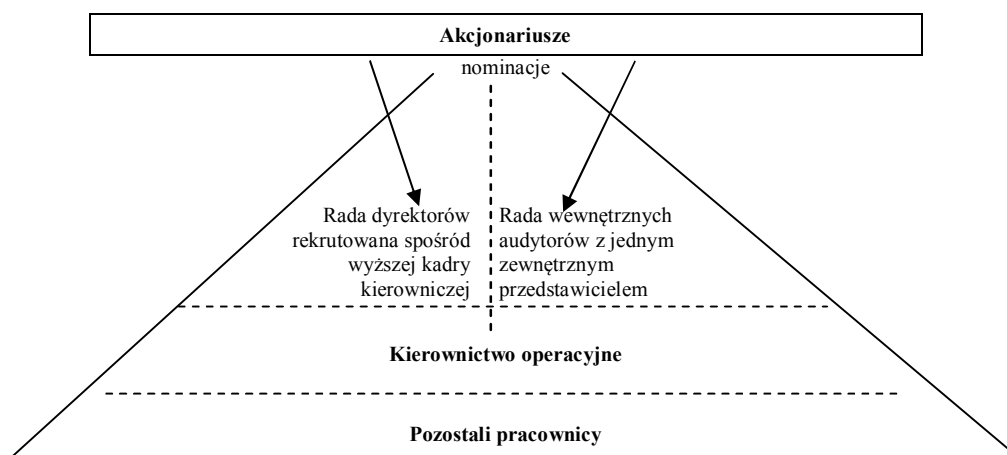
¹⁰⁷ Zob. I. Koładkiewicz, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltex, Warszawa 1999, s. 28.

¹⁰⁸ „spółka – dziecko”, w której kontrolę kapitałową (ponad 50% udziałów) posiada spółka nadrzędna (rentier).

¹⁰⁹ „spółka – krewny”, w której spółka nadrzędna nie posiada kontroli kapitałowej (do 50% udziałów).

¹¹⁰ np. Sony.

¹¹¹ Podobny charakter pseudo keiretsu mają rodzinne grupy kapitałowe w Europie tj. Wallenbergowie w Szwecji (SKF, Electrolux, Saab, SAS, SFB, SHB), czy też rodzina Angellich (Fiat).



Schemat 7. Japoński podsystem Corporate Governance

Źródło: K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s.140.

Uwarunkowania prawne japońskiego podsystemu corporate governance (schemat 7) zawarto w kodeksie handlowym Kaisha-ho¹¹² oraz dwóch dokumentach o charakterze rekomendacji, tj. *Corporate Governance Forum of Japan (1997)*¹¹³ oraz *Keidanren* stworzonych przez japońskie Stowarzyszenie Funduszy Emerytalnych¹¹⁴. Oba dokumenty nie znalazły jednak zastosowania w praktyce.

Na japoński podsystem corporate governance, najistotniejszy wpływ miała filozofia giri – podporządkowania indywidualności dobru ogółu. Sytuacja ta zmieniła się jednak po okresie „straconej dekady” lat 90-tych XX wieku, w związku z rosnącym wpływem funduszy emerytalnych, które stały się obrońcami interesów akcjonariuszy. Pojawiło się zjawisko głosowania przeciwko zarządom na walnych zgromadzeniach, a nawet wnoszenia pozwów, co było sygnałem o przełamaniu bierności akcjonariuszy¹¹⁵.

¹¹² Zniesiono wymóg minimalnego kapitału założycielskiego, wprowadzono instytucję zewnętrznego audytora, przywrócono nabywanie akcji własnych, umożliwiono split akcji oraz spin-off ułatwiające restrukturyzację, umożliwiono również tworzenie komitetów rady dyrektorów. Zob. J. Majewski, *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii*, Biblioteka Fundacji im. Takashimy, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2007, s. 6.

¹¹³ Podzielony na dwie części, Zasady „A” dotyczące zmian prawnych i Zasady „B”, przygotowujące do epoki globalizacji.

¹¹⁴ Zob. M. Jarzemowska, *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s 127.

¹¹⁵ Zob. Red. M. Fijałkowski, *Zalążki hybrydowego stylu zarządzania w Japonii*, „Zarządzanie na Świecie” 2007, nr 5, s. 31-37.

2.2. System dualistyczny w Republice Federalnej Niemiec

Drugim głównym systemem corporate governance jest system dualistyczny (kontynentalny, niemiecki¹¹⁶, system kontroli wewnętrznej¹¹⁷), w którym struktura własności¹¹⁸ powoduje, że kontrola sprawowana jest z wewnątrz, poprzez funkcjonowanie prawnie oddzielonej od zarządu instytucji rady nadzorczej¹¹⁹. „Przyjętą zasadą jest obowiązek reprezentacji interesów spółki, a nie interesów grup wybierających do rady” [Czarnota i Czarnota 1996, s. 30]. Interes samej spółki traktowany jest jako wypadkowa interesów jej akcjonariuszy oraz pracowników, wierzycieli i kooperantów¹²⁰. Dlatego przy ustalaniu i realizacji strategii rozwoju zarząd dąży do osiągnięcia kompromisu¹²¹ pomiędzy interesami grup związanych ze spółką. Rada nadzorcza w systemie dualistycznym nie ma prawa wydawać poleceń zarządowi i nie ma prawa ingerować w jego decyzje¹²². Ocenia jedynie czynności zarządu i sporządza sprawozdanie dla walnego zgromadzenia reprezentującego właścicieli.

System dualistyczny rozwinął się w wyniku zmian prawa niemieckiego, w następstwie odchodzenia od systemu koncesyjnego. Podział zadań między radę nadzorczą a zarządem ukształtował się w wyniku przeciwdziałania nadużywania formy spółki akcyjnej. Powstanie w 1870 r.¹²³ rady nadzorczej (Aufsichtsrat) jako obligatoryjnego organu, było związane z przejściem na system normatywy. W systemie dualistycznym dokonano rozdziału zadań między radą nadzorczą a zarządem¹²⁴. Rada nadzorcza miała wykonywać kontrolę wewnętrzną i być ekwiwalentem kontroli administracyjnej państwa¹²⁵.

¹¹⁶ Choć funkcjonuje także w Szwajcarii, Austrii, Holandii, Polsce, krajach skandynawskich.

¹¹⁷ Insider control model lub bank-centered system.

¹¹⁸ Silna koncentracja własności w ręku jednego akcjonariusza.

¹¹⁹ Zakaz łączenia mandatu w organie nadzorczym z pełnieniem funkcji zarządczych.

¹²⁰ „Koalicja interesów” - akcjonariuszy i grup powiązanych ze spółką (stakeholders), tj. pracownicy i wierzyciele.

¹²¹ Model koalicyjny (3K - konsensus, kooperacja, kompromisu).

¹²² W systemie tym organ nadzoru nie posiada samodzielnej inicjatywy w sferze prowadzenia spraw spółki.

¹²³ Od 1870 r. rada nadzorcza była organem obligatoryjnym, ale dopiero od 1884 r. występował ścisły rozdział funkcji nadzorczych i zarządzających.

¹²⁴ Kolejna fala nadużyć skłoniła ustawodawcę niemieckiego w 1884 r. do zakazania łączenia mandatu członka rady nadzorczej i członka zarządu.

¹²⁵ W Cesarstwie Niemieckim obowiązywał system koncesyjny. Formalnie model ten zapewniał akcjonariuszom i wierzycielom ochronę ich praw. Rada nadzorcza miała też być sukcesorem publicznoprawnych instrumentów nadzoru, w praktyce jednak przejęła rolę rady administracyjnej.

W systemie dualistycznym mechanizmy rynkowej kontroli mają ograniczone znaczenie, gdyż właścicielami znacznych pakietów udziałów/akcji, oprócz banków¹²⁶, są najczęściej inne spółki. Członkowie organów nadzoru w systemie dualistycznym są wybierani przez właścicieli większościowych i realizują ich strategię, a zatem konflikt na linii właściciele – menedżerowie nie występuje z taką ostrością, jak w systemie monistycznym. Układ stosunków własnościowych w systemie dualistycznym uwypukla jednak sprzeczność interesów pomiędzy właścicielami większościowymi a drobnymi inwestorami.

W Europie system dualistyczny jest stosowany w państwach w których funkcjonuje reński system gospodarczy. Najważniejszym z nich jest kontynentalny (niemiecki) podsystem corporate governance. Uwarunkowania prawne funkcjonowania kontynentalnego podsystemu corporate governance wprowadził obowiązujący od 1794 r. do 1900 r. Landrecht Pruski (Powszechne prawo krajowe dla państw królewsko-pruskich). Podsystem niemiecki zaczął funkcjonować w Niemczech od 1870 roku¹²⁷, tj. od momentu wprowadzenia obligatoryjnych rad nadzorczych. W 1884 roku zakazano łączenia mandatu członka zarządu i rady nadzorczej oraz delegowania przez radę nadzorczą uprawnień kontrolnych, a także zobowiązano radę do zasięgania informacji o sprawach spółki¹²⁸. W 1900 roku wprowadzono w Niemczech „Ogólnoniemiecki kodeks cywilny” - Bürgerliches Gesetzbuch (BGB). Uzupełnieniem BGB była niemiecka kodyfikacja prawa handlowego, tj. „Powszechny niemiecki kodeks handlowy” - Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch. (A.D.H.G.B.), jednak ostatecznie kwestie spółek uregulował „Niemiecki kodeks handlowy” - Handelsgesetzbuch (HGB). Niemiecki podsystem dualistyczny uzyskał swoją ostateczną formę w 1937 r. Zlikwidowano upoważnienie do statutowego rozszerzenia kompetencji rady nadzorczej i zakazano jej prowadzenia spraw spółki, a jako jej pierwszoplanowe zadanie ustanowiono nadzór nad zarząd¹²⁹.

¹²⁶ W Niemczech wynosi 10% - 25%, w Japonii 19%. Zob. A. Szewc - Rogalska, *Bank w strukturze własnościowej przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2007, nr 8.

¹²⁷ Funkcjonującej jako komitet akcjonariuszy.

¹²⁸ Niemiecka rada nadzorcza z przełomu XIX / XX w. była kontynentalnym odpowiednikiem anglosaskiego board of directors czy francuskiej conseil d' administration.

¹²⁹ Na mocy statutu bądź decyzji samej rady nadzorczej podejmowanie przez zarząd określonych czynności mogło jedynie zostać uzależnione od zgody rady.

W podsystemie niemieckim, zarząd przejmuje pełną odpowiedzialność za kierowanie spółką. Przewodniczący zarządu pełni funkcję koordynującą tą działalność. „Rada nadzorcza natomiast kontroluje zarząd i udziela stosownych rad lub pouczeń w przypadku ważnych decyzji strategicznych spółki. W podsystemie niemieckim rada nadzorcza kierowana jest przez przewodniczącego, jednak funkcję tę pełni inna osoba niż przewodniczący zarządu. Panuje tutaj pełny rozdział funkcji zarządzającej i kontrolnej” [Król-Witte 2005, s. 14].

Po II wojnie światowej specyfiką niemieckiego podsystemu było poszerzanie reprezentacji pracowników w radzie nadzorczej. Aktualnie przedstawicielstwo realizowane jest na podstawie ustawy „o współdecydowaniu pracowników w radach nadzorczych i zarządach przedsiębiorstw górniczych i przedsiębiorstw przemysłu żelaza i stali z 1951 roku¹³⁰, ustawy o ustroju przedsiębiorstw z 1952 roku¹³¹, ustawy o współdecydowaniu pracowników z 1976 roku¹³² [Gabrusewicz 2008, s. 43].

Specyfiką niemieckiego podsystemu jest „uniwersalna rola banków” [Jarzemowska 2002b, s. 69]. Związane jest to z faktem, iż większość akcji w Niemczech stanowi tzw. bearer, czyli akcje na okaziciela, które są przez klientów deponowane w bankach.

Ponadto cechą charakterystyczną niemieckiego podsystemu corporate governance jest uregulowany ustawowo zasięg władzy rady nadzorczej, który obejmuje zatwierdzenie bilansu i reprezentowanie spółki w stosunkach z zarządem. „Władza rady ogranicza się do zatwierdzania bądź odrzucania propozycji zarządu oraz zapewnienia mu możliwości funkcjonowania (legitymizacja władzy zarządu)” [Machaczka i Misołek 1999, s. 31]. W takim ujęciu podsystem niemiecki oparty jest na radzie nadzorczej, która ma za zadanie akceptowanie raportów przygotowywanych przez zarząd. „Specyfika niemieckich rad polega na tym, że ich członkowie mają stosunkowo niewiele do powiedzenia, zaś prezes odgrywa decydującą rolę” [Fijałkowski 2002, s. 44].

¹³⁰ Występuje parytet akcjonariuszy, pracowników i neutralny członek rady reprezentujący interesy publiczne.

¹³¹ Przedstawiciele załogi mają 1/3 udziału w radzie w przedsiębiorstwach przynajmniej 500 pracowników.

¹³² System parytetowy w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 2000 pracowników.

„Szefowie wielkich przedsiębiorstw niemieckich bardzo często zasiadają w radach nadzorczych innych koncernów, których prezesi z kolei wchodzi do rad w ich przedsiębiorstwach” [Fijałkowski 2004, s. 37]. Sama rada nie ma obowiązku poszukiwania informacji czy badania konkretnych spraw. Rada pełni w tym podsystemie rolę substytutu kontroli państwowej.

W podsystemie niemieckim występuje specyfika mianowania byłego prezesa zarządu na stanowisko przewodniczącego rady nadzorczej¹³³, co związane jest z występowaniem w procesie obsady stanowisk rad nadzorczych wpływu czynników politycznych i związków zawodowych, w których udział przedstawicieli załogi nie miał sobie równych¹³⁴ [Rudolf 1997]. Postulaty związane z wyborem kandydatów, w postaci przejrzystego procesu doboru, z zastosowaniem porównań z konkurentami i przy zachowaniu obiektywności rady nadzorczej¹³⁵ zaistniały tylko w na papierze¹³⁶.

W związku z poddawaniem krytyce, przez inwestorów zagranicznych¹³⁷ w latach 90-tych XX wieku obowiązujących ówczesnie uregulowań¹³⁸ w podsystemie niemieckim nastąpiły dalsze zmiany. Przybrały one formy ustawy o kontroli i przejrzystości w przedsiębiorstwach (KonTraG¹³⁹ z 1998 r.), ustawy o przejrzystości i obowiązkach informacyjnych (TransPuG¹⁴⁰) oraz opracowania Niemieckiego Kodeksu Nadzoru Korporacyjnego (Governance Kodex¹⁴¹).

W podsystemie niemieckim (schemat 8) wynagrodzenie członków zarządu ustanawiane jest przez radę nadzorczą, na podstawie systemu oceny efektów pracy, natomiast wynagrodzenie członków rady nadzorczej określone jest przez uchwały podjęte na walnym zgromadzeniu lub ustanowione w specjalnym statucie. Występowanie problemu ustalania wysokości wynagrodzeń ujawniało

¹³³ Co ograniczało z kolei rolę nowego prezesa zarządu.

¹³⁴ Autor wymienia trzy rodzaje pracowniczej reprezentacji w oparciu o regulacje prawne w zależności od branży, liczby zatrudnionych i wprowadzonego systemu pracowniczej partycypacji.

¹³⁵ Zob. red. M. Fijałkowski, *Procedura wyboru prezesa zarządu*, „Zarządzanie na Świecie” 2001, nr 12, s. 7-10.

¹³⁶ W praktyce powyższe postulaty nie były realizowane i do zarządu wybierano z reguły kandydata z własnego grona, niezagrażającego „grupom interesów” w firmie, a nie odpowiadającego potrzebom przedsiębiorstwa i właścicieli.

¹³⁷ Zob. red. M. Fijałkowski, *Nieustająca krytyka rad nadzorczych w Niemczech*, „Zarządzanie na Świecie” 2000, nr 10, s. 32-34.

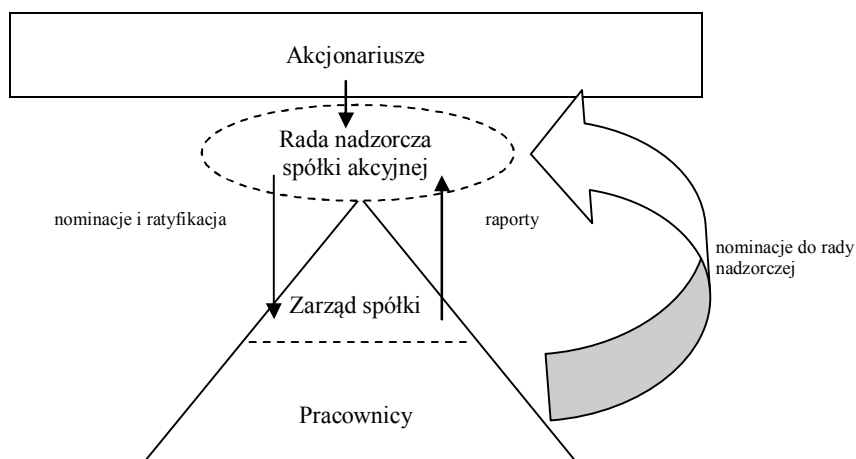
¹³⁸ Zob. red. M. Fijałkowski, *Krytyka rad nadzorczych w Niemczech*, „Zarządzanie na Świecie” 2000, nr 3, s. 30-33.

¹³⁹ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich.

¹⁴⁰ Transparenz und Publizitätsgesetz.

¹⁴¹ Dokument z 26.02.2002 r. opracowany przez komisję Cromme-Kommission.

się w podsystemie niemieckim stopniowo. „Suma kilkunastu milionów (...) rocznie może być uzasadniona w przypadku odpowiednio wysokich osiągnięć przedsiębiorstwa, ale dość często zdarza się ogromne podnoszenie uposażeń mimo spadku wartości giełdowej” [Fijałkowski 2001a, s. 32].



Schemat 8. Niemiecki podsystem Corporate Governance

Źródło: K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 135.

Podsystem niemiecki, po zmianach w latach 90-tych XX wieku, rozpoczął proces ewolucji w stronę systemu monistycznego, zarówno ze względu na zmniejszenie się powiązań krzyżowych pomiędzy sektorem bankowym a przedsiębiorstwami, jak i ze względu na fakt, iż same przedsiębiorstwa dokonały zwrotu w stronę rynku kapitałowego, jako głównego źródła pozyskania kapitału¹⁴².

2.3. Porównanie monistycznego i dualistycznego systemu corporate governance

Konstrukcja obu systemów corporate governance, tj. monistycznego i dualistycznego opiera się nie tylko na charakterze zależności pomiędzy radą i zarządem, lecz również na sile tych zależności. Zestawienie wzajemnych relacji i sił oddziaływania pomiędzy pozycją rady a zarządem prowadzi do wyodrębnienia czterech stanów wzajemnego oddziaływania organów spółki,

¹⁴² Poprzez nawiązanie do koncepcji wartości dla akcjonariusza jak np. Daimler-Benz, Deutsche Bank.

z uwzględnieniem siły ich decydowania (schemat 9). Podobnie, zestawienie składu rady z uwzględnieniem struktury właścicielskiej reprezentowanej w radzie i kompetencji przedsiębiorczych jej członków ujawnia występowanie czterech modeli funkcjonowania rad (schemat 10).

Pozycja rady	mocna	mocna rada / słaby zarząd	mocna rada / mocny zarząd
	słaba	słaba rada / słaby zarząd	słaba rada / mocny zarząd
		słaba	mocna
		Pozycja zarządu	

Schemat 9. Macierz pozycji władczej rady nadzorczej i zarządu

Źródło: J. Machaczka, K. Misiótek, *Modele naczelnego kierownictwa w spółkach kapitałowych*, w: *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 34.

Kompetencje przedsiębiorcze	wysokie	rada zarządzająca (kierująca)	rada polityczno-przedsiębiorcza
	niskie	rada kontrolująca	rada reprezentacyjna
		Dominacja właścicieli	Dominacja nieudziałowców
		Skład rady	

Schemat 10. Modele konceptualne rad nadzorczych

Źródło: J. Machaczka, K. Misiótek, *Modele naczelnego kierownictwa w spółkach kapitałowych*, w: *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 35.

Zaprezentowane systemy corporate governance kształtowały się w wyniku praktycznego rozwoju życia gospodarczego, zdominowanego określonymi realiami historycznymi i pod wpływem czynników prawnych (wynikających z odmiennego podejścia do prawa własności) oraz funkcjonującej w danym kręgu kulturowy, koncepcji przedsiębiorstwa (wynikającej z narodowego typu zarządzania).

System monistyczny (anglosaski) ma charakter własnościowy, co determinuje spojrzenie na nadzór do strony efektywnego wykorzystania majątku,

natomiast system dualistyczny (kontynentalny) ma charakter wierzycielski, co z kolei determinuje spojrzenie na nadzór do strony skutecznego wykorzystania posiadanego kapitału.

Zaletą stosowania systemu monistycznego jest fakt, że osoby działające wewnątrz przedsiębiorstwa mają odpowiednią wiedzę i informacje o korporacji (spółce), a rada może wydawać wiążące polecenia dla zarządu.

Wadą systemu jednostopniowego jest fakt, że osoby działające wewnątrz przedsiębiorstwa mogą być nieobiektywne, gdyż oceniają sami siebie¹⁴³. Ponadto istnieje ryzyko, że; po pierwsze rada będzie nadmiernie popierać działania CEO¹⁴⁴, po drugie CEO rekomenduje członków niezależnych rad, a po trzecie, rada z CEO może opierać się np. wrogiemu przejęciu lub zatrzymać zysk, zamiast podjąć decyzję o wypłacie dywidendy. Ponadto nierzadko CEO ma dominującą pozycję w radzie i *de facto* sam sobie ustala wynagrodzenie.

Zaletą systemu dualistycznego jest stabilny charakter stosunków pomiędzy organami spółki a jej właścicielami. Zarząd może skupić się na realizacji długoterminowej strategii rozwoju, zatwierdzonej przez właściciela kontrolującego spółkę oraz akceptowanego przez interesariuszy. Właściciele mający kontrolę kapitałową uczestniczą w strategicznym zarządzaniu spółką, a w sytuacji, gdy zarząd nie realizuje ich strategii, dyscyplinują go.

Podstawową wadą systemu dualistycznego jest brak elastyczności¹⁴⁵ w zarządzaniu przedsiębiorstwem oraz trudności w dostosowaniu się do warunków rynkowych. Kolejną wadą systemu dualistycznego jest silna pozycja członków zarządu w stosunku do właścicieli¹⁴⁶ i wynikająca z tego mała efektywność nadzoru w ramach rady nadzorczej, w skład której wchodzi przedstawiciele różnych grup interesów¹⁴⁷.

¹⁴³ To zostało częściowo ograniczone przez tworzenie komitetu ds. audytu.

¹⁴⁴ Chief Executive Officer (CEO American) Dyrektor Generalny funkcjonalnie odpowiada polskiemu prezesowi zarządu. W krajach anglojęzycznych (szczególnie w krajach Wspólnoty Narodów), terminu tego używa się głównie w firmach notowanych na giełdzie, w pozostałych występuje Managing Director (MD British).

¹⁴⁵ Dla zmiany przyjętej strategii konieczne jest ponowne osiągnięcie kompromisu pomiędzy grupami interesów – zjawisko blokady decyzyjnej.

¹⁴⁶ Umożliwia menedżerom podejmowanie arbitralnych decyzji i wykorzystania bezpośredniego wpływu na sprawy spółki dla realizacji własnych, partykularnych celów kosztem interesów drobnych inwestorów.

¹⁴⁷ Przedstawiciele pracowników w radzie skupiają się na reprezentowaniu interesów załogi.

Ponadto w systemie dualistycznym członkowie zarządu nie podlegają presji rynku, w takim stopniu jak w systemie monistycznym, a więc rynek kapitałowy nie pełni funkcji weryfikacyjnej.

Dodatkowym czynnikiem różnicującym monistyczny i dualistyczny system corporate governance jest odmienne kształtowanie się sposobów pozyskiwania kapitałów. W systemie dualistycznym „istotną rolę w procesie finansowania odgrywają duże banki. Waga banków jako ważnych dostawców środków finansowych jest szczególnie istotna w przypadku podejmowania decyzji inwestycyjnych w nowoczesne, kapitałochłonne przemysły” [Kołodkiewicz 1999, s. 30]. Skutkiem tego system dualistyczny charakteryzuje się występowaniem słabo rozwiniętego rynku kapitałowego, gdyż przedsiębiorstwa finansują swoją działalność głównie poprzez kredyty długoterminowe oraz zysk zatrzymany. Decyduje także o tym fakt, iż w systemie kontynentalnym stosunek pomiędzy bankiem a przedsiębiorcą odbiega od standardowego stosunku kredytodawca-kredytobiorca, ze względu na powiązania kapitałowe i personalnie¹⁴⁸.

W minionych latach oba systemy zaczęły stopniowo wzajemnie przejmować swoje cechy. Liberalizacja przepływów kapitałów i wzrost znaczenia spółek międzynarodowych, przy jednoczesnym spadku kontroli państwa przyczyniło się do łączenia elementów corporate governance pomiędzy systemami, a „rozwiązania zmierzające do usunięcia mankamentów każdego z systemów opierają się na recepcji mocnych punktów zaczerpniętych z drugiego systemu. Proces ten prowadzi do stopniowego zbliżania się do siebie systemów monistycznego i dualistycznego” [Opalski 2005, s. 6].

Bez względu na to, w jakim systemie funkcjonuje corporate governance, jego „cel jest niezmienny, zredukować istniejącą na korzyść *managementu* asymetrię informacyjną, a po drugie — stworzyć mechanizmy prowadzące do powstania zbieżności interesów *managementu* i akcjonariuszy” [Cejmer i in. 2006, s. 26].

¹⁴⁸ Umożliwia to odgrywanie bankom uniwersalnym (mogą nabywać akcje na rynku kapitałowym, jak i prowadzić działalność depozytowo-kredytową) aktywnej roli w nadzorze korporacyjnym.

Podsumowując część poświęconą charakterystyce dwóch podstawowych systemów corporate governance, wraz z ich narodowymi odmianami, określonymi w dysertacji mianem podsystemów, należy zwrócić uwagę na prowadzoną w obu systemach politykę informacyjną. System dualistyczny corporate governance bazuje na prywatnej informacji, do której dostęp ma wąska grupa podmiotów, natomiast dla systemu monistycznego fundamentalne znaczenie ma dostępna publicznie informacja o stanie przedsiębiorstwa.

Współcześnie we wszystkich narodowych podsystemach corporate governance dokonują się zmiany. W Stanach Zjednoczonych dąży się do zwiększenia formalizacji pracy rady dyrektorów, zwiększenia odpowiedzialności ze strony menedżerów najwyższego szczebla oraz zapewnienia większej rzetelności ujawnianych przez firmę danych¹⁴⁹. Natomiast w Japonii i w Niemczech orientacja przedsiębiorstwa jest przesuwana z orientacji nakierowanej na uwzględnianie celów różnych grupy interesu na orientację nakierowaną na działalność na rzecz właścicieli.

Podsumowując monistyczny i dualistyczny system corporate governance posiada wspólne obszary problemowe.

Pierwszy obszar problemowy związany jest z kontrolą procesu prowadzenia spraw spółki, gdyż członkostwo w organie spółki (Radzie Dyrektorów, Radzie Nadzorczej) stanowi zajęcie uboczne¹⁵⁰. Podobnie występuje dysproporcja w systemie monistycznym, gdzie członkowie niewykonawczy rady dyrektorów, traktują pełnienie swojej funkcji incydentalnie. W takich warunkach officers wykonawczy decydują nie tylko o sprawach bieżącego zarządu, ale także o strategii spółki¹⁵¹.

Drugi obszar problemowy, występujący głównie w systemie dualistycznym, związany jest z asymetrią informacji¹⁵². Rada nadzorcza może badać dokumenty spółki i żądać wyjaśnień, jednak *de facto* podstawowym

¹⁴⁹ Regulacja Sarbanes-Oxley Act z 2002 r.

¹⁵⁰ W systemie dualistycznym aktywność organów nadzorczych ogranicza się do odbycia w ciągu roku kilku posiedzeń, a poza posiedzeniami rada nie funkcjonuje jako organ.

¹⁵¹ Formalnie rozstrzygnięcia podejmowane są przez radę, jednak w praktyce jej rola ogranicza się do mechanicznego zatwierdzania propozycji inicjowanych przez officers, który tworzą rzeczywisty ośrodek decyzyjny.

¹⁵² Prowadzenie spraw spółki należy zasadniczo do zarządu, rada zaś uczestniczy w tym procesie tylko wyjątkowo i dlatego jej członkowie nie posiadają dostatecznych informacji umożliwiających kontrolę przedsiębiorstwa.

źródłem informacji pozostają dla niej sprawozdania zarządu¹⁵³. W efekcie zarząd będący podmiotem kontrolowanym, jednocześnie jest głównym źródłem informacji dla rady pełniącej funkcje kontrolne¹⁵⁴. Asymetria informacji występuje także w systemie monistycznym, ale dotyczy asymetrii informacji pomiędzy niewykonawczymi a wykonawczymi członkami rady dyrektorów.

Zestawienie dwóch podstawowych cech systemów monistycznego i dualistycznego wprowadza systematykę modeli zarządzania przedsiębiorstwem, działającym w formie spółki, które zaprezentowano w tabeli 3. Systematyka ta wskazuje na funkcjonowania dwóch podstawowych modeli zarządzania spółką, modelu finansowego (shareholders) i modelu społecznego (stakeholders).

Tabela 3. Cechy alternatywnych modeli zarządzania spółką

Elementy składowe	Model shareholders (model finansowy)	Model stakeholders (model społeczny)
Organizacja postrzegana jako	Instrument	Wspólne przedsięwzięcie
Cel organizacji	Służyć właścicielom	Służyć wszystkim zaangażowanym grupom – dążenie do równowagi
Mierniki sukcesu	Cena akcji oraz dywidenda	Satysfakcja grup interesów
Perspektywa działań	Krótkookresowa	Długookresowa
Kształt akcjonariatu	- rozproszony - osoby prywatne - instytucje finansowe	- skoncentrowany - firmy spoza sektora finansowego - instytucje finansowe
Możliwości wpływu akcjonariuszy	niewielkie	znaczące
Rynek kapitałowy	Wysoko rozwinięty, duża różnorodność dostawców kapitału, duży zbiór instrumentów finansowych	W dużo mniejszym stopniu zróżnicowane spektrum instrumentów finansowych
Główne źródło pozyskania kapitału	Rynek papierów wartościowych - giełda	Źródła instytucjonalne - głównie banki
Główne formy dyscyplinowania kadry zarządzającej	Aktywny rynek kontroli przedsiębiorstw, transakcje przejęć	Nacisk na wewnętrzne mechanizmy nadzoru, praktycznie nieaktywny rynek przejęć
Struktura rad	- rada dyrektorów złożona z dyrektorów wewnętrznych i zewnętrznych - rzadka obecność dużych udziałowców - rzadko obecny przedstawiciel banku	- radna nadzorcza złożona z udziałowców i często przedstawicieli i pracowników - dyrektor generalnych nie może wchodzić w skład rady - zawsze obecni są znaczący udziałowcy i przedstawiciele banku

Źródło: I. Koładkiewicz, *Nadzór Korporacyjny: z doświadczeń doświadczonych*, w: *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 48-49.

¹⁵³ Jeżeli rada posługiwałaby się głównie bezpośrednimi metodami pozyskiwania informacji, sprawowanie skutecznej kontroli byłoby praktycznie niewykonalne.

¹⁵⁴ Takie ukształtowanie kanału informacyjnego sprzyja przekazywaniu radzie nadzorczej wyłącznie pozytywnych informacji, czy wręcz blokowaniu informacji niekorzystnych z punktu widzenia zarządu.

Porównanie obu systemów wymaga uzupełnienia o dokonanie zestawienia podstawowych zadań board of directors i rady nadzorczej w systemie monistycznym i dualistycznym (schemat 11).

Board of directors	Rada nadzorcza
Officers: Chief Executive Officer (CEO), Chief Financial Officer (CFO), President, Secretary, Treasurer	Zarząd
Board of Directors <ol style="list-style-type: none"> 1. prowadzi i nadzoruje prowadzenia spraw korporacji, wykonując wszelkie działania nie zastrzeżone dla walnego zgromadzenia, 2. dokonuje wyboru i odwołuje członków zarządu (officers) oraz ocenia ich efektywność, 3. określa politykę wynagradzania officers, 4. aprobuje zobowiązania zaciągane przez korporację oraz części transakcji, 5. reprezentuje interesy akcjonariuszy, 6. podejmuje decyzje strategiczne dotyczące działalności spółki, 7. dokonuje oceny sprawozdań kwartalnych i rocznych oraz wybiera audytora, 8. sprawuje kontrole wewnętrzne nad spółkę (audyt wewnętrzny). 	Rada nadzorcza <ol style="list-style-type: none"> 1. sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej funkcjonowania, 2. powołuje, odwołuje i zawieszają członków zarządu, 3. zatwierdza wynagrodzenia zarządu, 4. udziela zgody na czynności określone w statucie, 5. reprezentuje interesy akcjonariuszy, 6. zatwierdza budżet roczny i plany strategiczne spółki, 7. ocenia sprawozdania finansowe i wnioski zarządu, 8. wybiera biegłego rewidenta do badania sprawozdania rocznego.

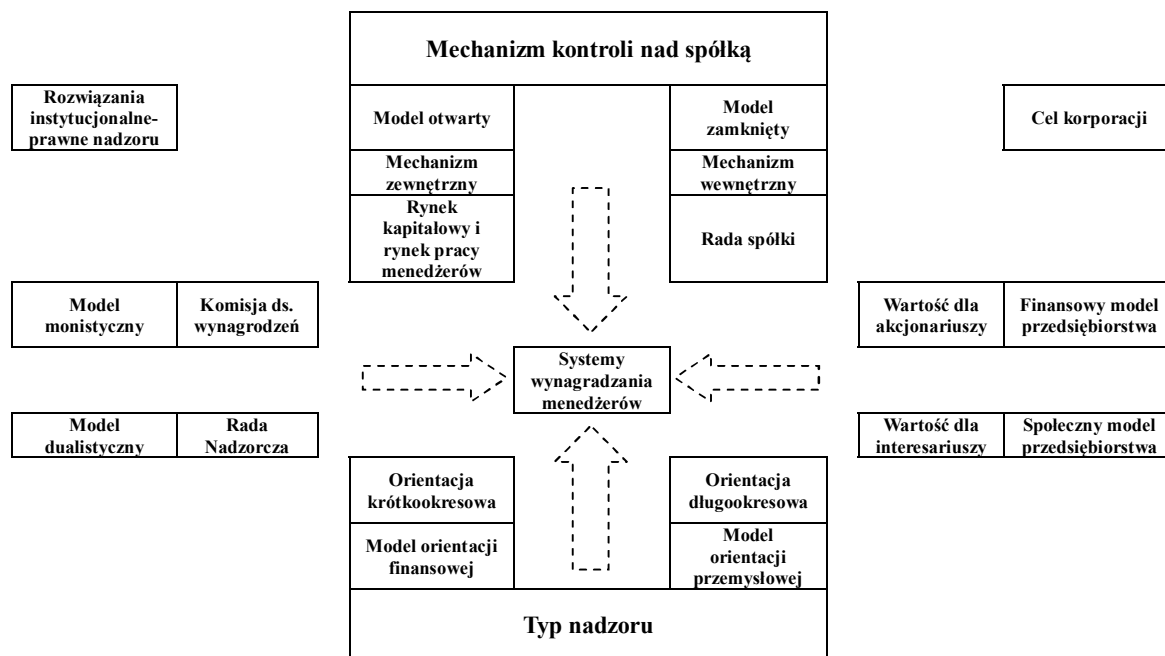
Schemat 11. Porównanie zadań board of directors i rady nadzorczej

Źródło: A. Bielecki, M. Pawlak, *Model oceny rad dyrektorów w USA – wzór dla polskich spółek?*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2004, nr 8.

W przeglądzie systemów i podsystemów corporate governance, uwzględniających uwarunkowania prawne i specyfikę organizacyjno-gospodarczą danych krajów wspomnieć należy o pojawieniu się systemu o charakterze uniwersalnym, propagowanym w systemie monistycznym przez J. Carvera, a określonego przez H. Sterniczuka „radycznym modelem nadzoru korporacyjnego” [Sterniczuk 2007, s. 32]. System ten nosi miano „przywództwa rady dyrektorów¹⁵⁵ (nadzorczej)”, gdyż zakłada przygotowanie zestawu ograniczeń, określających swobodę działania CEO. Zgodnie z tą koncepcją właściciele muszą kontrolować menedżerów zarządzających ich kapitałem. „Należy skończyć z praktyką posiedzeń skoncentrowanych na aprobowaniu wcześniejszych decyzji menedżerów. Rolą rady jest stawianie celów oraz tworzenie ograniczeń dla ich realizacji, a nie „stemplowanie” decyzji menedżerów” [Sterniczuk 2007, s. 32].

¹⁵⁵ Dyrektorów niewykonawczych.

Przegląd systemów corporate governance kończy syntetycznie zestawienie uwzględniające takie elementy jak stosowane rozwiązania instytucjonalno-prawne, cel działalności spółki, mechanizmy nadzoru i jego typy.



Schemat 12. Modele nadzoru korporacyjnego w aspekcie mechanizmu nadzoru, typu nadzoru, celu spółki, rozwiązań instytucjonalno-prawnych

Źródło: P. Urbanek. *Wynagrodzenia Zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 41.

3. Problemy definicyjne pojęcia corporate governance

3.1. Problemy terminologiczne pojęcia „przedsiębiorstwo” i „firma”

Pierwszym pojęciem, które wymaga doprecyzowania, w aspekcie rozpatrywania funkcjonowania systemu corporate governance jest pojęcie przedsiębiorstwa, którego sposób definiowania zależy od rodzaju nauki, której jest ono przedmiotem zainteresowania¹⁵⁶.

Pojęcie przedsiębiorstwa jest „trudne do zdefiniowania ze względu na złożoność, wieloznaczność i wielopostaciowość zjawisk, które odzwierciedla” [J. Lichtarski 2007, s. 68]. W naukach o zarządzaniu przedsiębiorstwo jest

¹⁵⁶ W naukach o prawie termin „przedsiębiorstwo” ma trzy podstawowe znaczenia: podmiotowe, przedmiotowe i funkcjonalne.

traktowane jako „złożony system socjotechniczny o określonych relacjach wewnętrznych i zewnętrznych” [Otta 1994, s. 12]. Podstawowymi cechami przedsiębiorstwa jest występowanie systemu, który składa się z uporządkowanych i powiązanych ze sobą części, wydzielonych pod względem organizacyjnym i własnościowym. Przedsiębiorstwo jest podmiotem, który reaguje na oddziaływanie zewnętrzne, podejmując autonomiczne decyzje, organizacją, systemem socjotechnicznym¹⁵⁷, posiadającą ustalone uprawnienia do dysponowania swoimi zasobami, a jednocześnie jest systemem otwartym, gdyż wymienia z otoczeniem zasoby, energię i informacje.

Zgodnie z przedstawionym przez S. Sudoła stanowiskiem „przedsiębiorstwo jest jednostką (podmiotem) prowadzą, motywowaną chęcią uzyskania korzyści majątkowych, działalność gospodarczą, mającą na celu zaspokojenie potrzeb innych podmiotów życia społecznego przez wytwarzanie produktów lub świadczenie usług, przy czym działalność ta jest prowadzona samodzielnie na ryzyko właściciela(i).” [Sudoł 1999, s. 39]. Przedstawione pojęcie zostało poszerzone o aspekt organizacyjny przez J. Licharskiego, gdyż według tego autora „przedsiębiorstwo to osoba lub zespół osób wyposażonych w odpowiednie zasoby, prowadzących działalność gospodarczą, polegającą na wytworzeniu produktów lub świadczeniu usług służących zaspokajaniu ludzkich potrzeb, realizowana w celach zarobkowych, w sposób zorganizowany i ciągły, w warunkach wyodrębnienia ekonomicznego i prawnego.” [J. Lichtarski 2007, s. 70]. Powyższe definicje traktują jednak przedsiębiorstwo zgodnie z ujęciem neoklasycznym jako „czarną skrzynkę”. Uwzględniając to jak cele właścicieli i środki przez nich użyte wpływają na osiągnięty wynik przedsiębiorstwa pod tym pojęciem winna być rozumiana jedna „z form prawnych służących do budowania umownych związków między jego twórcami oraz ustalenie ich praw do posiadanych aktywów i korzystania z kreowanych strumieni pieniężnych” [E. Urbanowska-Sojkin 2008, s. 29].

¹⁵⁷ Ludzie w ramach przedsiębiorstwa, wykorzystują maszyny i urządzenia przy zastosowaniu określonych metod i sposobów działania.

W ujęciu prawnym przedsiębiorstwo jest definiowane w trzech znaczeniach. W znaczeniu podmiotowym pojęcie przedsiębiorstwa jest synonimem pojęcia przedsiębiorcy (wcześniej kupca oraz podmiotu gospodarczego), po raz pierwszy użytym w ustawie o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji [Ustawa z 19 kwietnia 1993], a zdefiniowanym także w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej [Ustawa z 2 lipca 2004]. Osoby i jednostki organizacyjne mogą być uznane za przedsiębiorcę jedynie wtedy, kiedy wykonują działalność gospodarczą „we własnym imieniu”, czyli prowadzą działalność gospodarczą w sposób prawnie niezależny¹⁵⁸, a ponadto bezpośrednio uzyskują prawa i obowiązki związane z tą działalnością.

W znaczeniu przedmiotowym pojęcie przedsiębiorstwo zostało zdefiniowane w art. 551 Kodeksu cywilnego [Ustawa z 23 kwietnia 1964], zgodnie z którym przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych, przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Przedsiębiorstwo w znaczeniu przedmiotowym stanowi przedmiot określonych stosunków cywilnoprawnych, czynności prawnych i obrotu gospodarczego.

W znaczeniu funkcjonalnym przedsiębiorstwo oznacza prowadzenie stałej i zawodowej działalności gospodarczej¹⁵⁹.

Reasumując, za przedsiębiorstwo uważa się zespół osobowych, rzeczowych oraz finansowych czynników wytwórczych, zorganizowanych i skoordynowanych w celu prowadzenia działalności gospodarczej, związanej z wytwarzaniem dóbr oraz świadczeniem usług.

W polskiej praktyce gospodarczej przedsiębiorstwa funkcjonują w różnych formach organizacyjno-prawnych¹⁶⁰. Każde jest wyodrębnione z otoczenia pod względem organizacyjnym¹⁶¹ i prawnym¹⁶², którego wyrazem

¹⁵⁸ Bez korzystania z cudzej podmiotowości prawnej.

¹⁵⁹ Zob. A. Kidyba, *Prawo handlowe*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2004. Zob. art. 8 § 2 i art. 22 § 1 Kodeksu spółek handlowych - Ustawa z dnia 15 września 2000 r., Dz. U. z 2000 r., Nr 94, poz. 1037.

¹⁶⁰ Którymi są: spółki prawa cywilnego i handlowego, przedsiębiorstwa państwowe, spółdzielnie oraz jednoosobowe formy prowadzenia działalności gospodarczej.

¹⁶¹ Odrębność organizacyjna wynika z tego, że organ założycielski lub właściciel na wyodrębnionym terenie tworzy pewną całość techniczno-produkcyjną.

¹⁶² Odrębność prawna oznacza, że przedsiębiorstwo może zawierać umowy z kontrahentami, zaciągać zobowiązania oraz odpowiadać wobec prawa za skutki swych działań.

jest posiadanie osobowości prawnej, która „jest prawnym wyrazem ekonomicznej odrębności przedsiębiorstwa” [Knapik 1990, s. 18] i wyodrębnione ekonomicznie¹⁶³. Prowadząc działalność, przedsiębiorstwo wykonuje szereg czynności, które po usystematyzowaniu według rodzaju działań nazywane są, zgodnie z klasyfikacją H. Fayola¹⁶⁴, funkcjami. Z kolei P.F. Drucker wyróżnił dwie podstawowe funkcje przedsiębiorstwa – marketing i innowacje [Drucker 1998].

W uzupełnieniu podstawowych funkcji „rynkowych”, według M. Strużyckiego do przedsiębiorstwa należy także funkcja alokacyjna¹⁶⁵, funkcja bilansowa¹⁶⁶ oraz funkcja efektywnościowa¹⁶⁷. Stały proces konfrontacji wymagań stawianych przez rynek produktom powoduje, iż przedsiębiorstwo pełni także funkcję weryfikacyjną i informacyjną¹⁶⁸. „Wzajemne oddziaływanie producentów i konsumentów powoduje, że producenci starają się dostarczać wyroby o wyższej jakości i niższej cenie¹⁶⁹, co generuje wprowadzanie nowych produktów” [Strużycki 1992, s. 118-131].

W tym kontekście należy zwrócić uwagę na stereotypowe używanie wyrażenia „firma” jako zamiennika pojęcia przedsiębiorstwo, które zgodnie z art. 43 k.c. [Ustawa dnia 23 kwietnia 1964] jest nazwą, pod którą osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna prowadzi we własnym imieniu działalność gospodarczą lub zawodową. Z kolei w rozumieniu art. 160 § 1 k.s.h. [Ustawa 15 września 2000] (dla spółki z ograniczoną odpowiedzialnością) oraz art. 305 § 1 k.s.h. (dla spółki akcyjnej) „firma” jest wymaganą przepisami nazwą spółki prawa handlowego i jedynie wyróżnia dane przedsiębiorstwo.

¹⁶³ Odrębność ekonomiczna to możliwość dysponowania zasobami rzeczowymi i finansowymi, niezbędnymi do prowadzonej działalności gospodarczej, która jest celem funkcjonowania przedsiębiorstwa.

¹⁶⁴ Który podzielił czynności związane z działalnością przedsiębiorstwa na sześć grup: techniczne (produkcja, przeróbki), finansowe (poszukiwanie kapitałów i obrót nimi), handlowe (kupno, sprzedaż, wymiana), ubezpieczeniowe (ochrona majątku i osób), rachunkowe (inventaryzacja, sprawozdania, statystyka), administracyjne (przewidywanie, organizowanie, rozkazodawstwo, koordynacja i kontrola). H Fayol zwrócił uwagę, że od realizowania w sposób ciągły tych funkcji oraz od przestrzegania określonych reguł zależy sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

¹⁶⁵ Która polega na takim gospodarowaniu zasobami, by przedsiębiorstwo osiągnęło maksymalizację dochodów oraz dobrą pozycję rynkową.

¹⁶⁶ Która polega na zestawianiu ponoszonych kosztów i osiąganych przychodów oraz dostosowywaniu struktury produktów do potrzeb rynku.

¹⁶⁷ Polegająca na takim organizowaniu procesów w przedsiębiorstwie, by mogło ono osiągać planowane zyski przy zachowaniu pozycji rynkowej.

¹⁶⁸ Związanej z aktywnym zbieraniem informacji, ich gromadzeniem i przetwarzaniem.

¹⁶⁹ Funkcja kreatywna.

3.2. Kontekst prawny i ekonomiczny – pojęcie „korporacja” a „spółka”

Drugim pojęciem wymagającym doprecyzowania jest występujący w literaturze splot pojęcia korporacji i spółki. Pojęcia te są używane zamiennie lub w sposób uzupełniający, bez rozważenia kontekstu kulturowego i prawnego.

Etymologicznie wyraz korporacja pochodzi od łacińskiego *corporatio* oznaczającego związek, połączenie części. Początkowo mianem korporacji określano jedynie gildie i cechy rzemieślnicze, jednak wraz z rozwojem gospodarki industrialnej mianem korporacji zaczęto określać przedsiębiorstwa funkcjonujące w formie spółek.

Biorąc pod uwagę uregulowania prawne, w myśl których w Polsce korporacją jest tylko i wyłącznie stowarzyszenie, w celu uniknięcia nieporozumień należy posługiwać się tym pojęciem, zastrzegając w jakim znaczeniu jest ono używane. Korporacja w szerszym znaczeniu to rodzaj organizacji (społecznej), posiadającej osobowość prawną, której istotnym substratem są jej członkowie (korporanci). Korporacjami prawa cywilnego są stowarzyszenia, spółdzielnie, związki zawodowe, zaś korporacjami prawa publicznego gminy¹⁷⁰.

W sensie węższym, ekonomicznym korporacja to forma prowadzenia działalności gospodarczej w formie spółki¹⁷¹ kapitałowej, rozumianej jako podmiot posiadający osobowość prawną, kreowany wskutek decyzji państwa, odrębny od swoich właścicieli i menedżerów, posiadający sferę majątkową, mającej nieograniczony czas trwania, łatwość przenoszenia własności i ograniczoną odpowiedzialność” [Brigham 1996, s. 26].

Odmienne rozumienie poprzez pryzmat kulturowy pojęcia korporacji, odnajduje swoje odzwierciedlenie także w strukturach i strategiach korporacji, co przedstawiono w tabeli 4.

¹⁷⁰ Korporacja przymusowa, ponieważ nie ma w niej swobody aktu woli członków, co do rozpoczęcia lub zakończenia przynależności do danej gminy przynależy się z mocy prawa przez sam fakt zamieszkiwania.

¹⁷¹ Pojęcie spółki rozumiane jako forma fuzji kapitałów udziałowców / akcjonariuszy.

Tabela 4. Różnice narodowe warunkujące struktury i strategie korporacji

	USA	Niemcy	Japonia
Instytucje polityczne	Liberalna demokracja, podział władzy, dobrze zorganizowane grupy inwestorów	Społeczna demokracja, słaba biurokracja, korporacyjno - usługowa spuścizna	Demokracja rozwojowa, silna biurokracja, wzajemne porozumienia między państwem i firmami
Instytucje gospodarcze	Zdecentralizowany, wolny rynek, rynek kapitałowym nie scentralizowany, silne tradycje antytrustowe	Rynek zorganizowany, scentralizowany, rynek kapitałowy, różne rodzaje firm, uniwersalne banki, scentralizowane w pewnym stopniu niektóre rynki sterowana odgórnie	Biurokracja, rynek trudny do penetracji oparty na bankach, scentralizowany rynek kapitałowy, sieci wytwórcze i kartele w przemysłach schyłkowych
Panująca ideologia gospodarcza	Wolna przedsiębiorczość i liberalizm	Społeczne partnerstwo	Technonacjonalizm

Źródło: A. Gwiazda. *Działalność korporacji ponadnarodowych w erze globalizacji*, „Przegląd Organizacji”, 1998, Nr 11, w: L.W. Pauzy, S. Reich, *National Structures and Multinational Behavior; Enduring Differences in the Age of Globalization*, International Organization, 1997, nr 1.

W literaturze przedmiotu przedstawiono trzy koncepcje funkcjonowania korporacji, a mianowicie kontraktowa/kontraktualna, społeczna/komunitarna oraz koncesjonalna [Mesjasz 2007, s. 41].

Pierwsza traktuje korporację, jako efekt umowy zawartej w celach gospodarczych. „Ludzie, dążąc do osiągnięcia maksymalnych korzyści rynkowych, umówili się, aby założyć korporację. Jest więc ona formą osiągania maksymalnej efektywności rynkowej przy najniższych kosztach transakcyjnych” [Lis i Sterniczuk 2005, s. 93]. W takim ujęciu korporacja odpowiada jedynie przed swoimi właścicielami i służy tylko ich celom.

Koncepcja kontraktualna traktuje korporację jako narzędzie do służenia społeczeństwu, a nienakierowane na indywidualne bogacenie się. Ponieważ korporacja posiada osobowość prawną, to w interesie całego społeczeństwa winna być kontrolowana, a ramy prawne tego systemu winny zostać zapewnione przez państwo, w wyniku wydanych regulacji prawnych.

Natomiast koncepcja koncesjonalna traktuje korporację jako efekt przywileju nadanego przez państwo, co wyrażone zostało zasadą ograniczonej odpowiedzialności majątkowej jej właścicieli oraz faktu, iż właścicielem aktywów jest byt prawny (korporacja) a nie państwo czy właściciele. W związku z tym korporacja realizuje swoje indywidualne cele i nie muszą być one wcale spójne z celami właścicieli czy państwa.

Wyrażane w kwestii koncepcji korporacji różnorodne zdania wynikają ze zróżnicowania kręgu kulturowego i procesu historycznego, w którym prowadzona była działalność w formie korporacji¹⁷².

W anglosaskim kręgu kulturowym do systemu prawnego pojęcie korporacji¹⁷³ wprowadzono w 1886 r., w wyniku uznania przez Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych korporacji za osobę prawną¹⁷⁴. Fakt ten zmienił sytuację, gdyż do tego momentu korporacje były stowarzyszeniami ludzi wynajętych przez państwo do wykonania określonego zadania, powoływane dla z góry określonego celu, w określonym w statucie rodzaju działalności, na określony czas, które nie mogły posiadać udziałów w innych przedsiębiorstwach. Od 1886 r., mając nadaną im cechę „nieśmiertelności instytucjonalnej” i prawa podmiotowe korporacje rozpoczęły globalną ekspansję, a przyznanie im praw osób naturalnych, zrodziło zjawisko eksternalizacji¹⁷⁵ kosztów działalności.

Wynikiem powyższego była zmiana podejścia do określenia korporacji jako formy organizacyjnej obowiązującej w Stanach Zjednoczonych, gdzie była bytem istniejącym tylko w rozważaniach prawnych¹⁷⁶. Traktowanie korporacji jako osoby prawnej zaczęło oznaczać, iż w przypadku bankructwa jej członkowie nie odpowiadali indywidualnie za jej długi¹⁷⁷. Uzyskanie przez podmiot gospodarczy osobowości prawnej ograniczyło ryzyko tylko do wielkości zainwestowanego kapitału.

W Polsce w systemie prawnym do dziś nie zostało określone pojęcie korporacji odnoszące się do organizacji gospodarczej. Brak jest precyzyjnego określenia i dlatego pod tym pojęciem rozumiane jest stowarzyszenie powstałe w celach gospodarczych, które przyjmuje formę spółki prawa handlowego, w takiej formie, która z mocy prawa nadaje jej osobowość prawną, czyli

¹⁷² W USA korporacja była traktowana jako sieć umów między podmiotami, w Europie jako instytucja.

¹⁷³ W anglosaskim kręgu kulturowym oznacza dosłownie spółkę lub „społeczność przedsiębiorców”. W założeniu korporacja miała służyć dobru społecznemu.

¹⁷⁴ Jednak należy zauważyć, iż pojęcie korporacji po raz pierwszy zostało zdefiniowane przez prawo brytyjskie już w XV wieku.

¹⁷⁵ Wg M. Friedmana to wpływ transakcji między dwiema stronami na trzecią stronę, która w tej transakcji nie uczestniczyła, ani się na nią nie godziła.

¹⁷⁶ Jak stwierdził M. Friedman, korporacja jest sztuczną osobą i w tym sensie można mówić o jej sztucznej odpowiedzialności.

¹⁷⁷ Cecha ta determinowała rozwój dużych przedsiębiorstw w formie korporacji. W przypadku braku rozdzielności majątkowej brak byłoby inwestorów, których paraliżowałaby wizja bankructwa i poniesienia nieograniczonych strat, a zaspokojenie roszczeń wierzycieli odbywało się z ich majątku osobistego.

w formie spółek kapitałowych. W Polsce, szczegółowe uregulowanie w tym zakresie zawiera Kodeks spółek handlowych¹⁷⁸ [Ustawa z 15 września 2000].

W warunkach polskich definicję korporacji zaproponował M. Kucharski, który podkreślił, że na „podstawie analizy otoczenia¹⁷⁹ można stwierdzić, że korporacja, jako forma organizacyjna daje się wyodrębnić spośród wszystkich form zorganizowanej działalności gospodarczej” [Kucharski 2005, s. 34]. Korporacja, według tego Autora charakteryzuje przedsiębiorstwo, w którym średnioroczne zatrudnienie przekracza 250 osób lub przedsiębiorstwo o obrotach większych niż 7,5 mln euro lub ogólnym bilansie rocznym większym niż 15 mln euro)¹⁸⁰, „silnie oddziałujące na otoczenie zewnętrzne, posiadające wyrazistą kulturę organizacyjną, o nieokreślonym czasie trwania, tworzące synergii różnych typów w oparciu o posiadane zasoby, działające pod silnym imperatywem technologicznym, o złożonej strukturze wewnętrznej i działające na wielu rynkach, działające w oparciu o strategię długookresowe, realizujące misję organizacji, zarządzane przez grupę specjalistów, przedsiębiorstwo prywatne (podlegające nadzorowi korporacyjnemu) o własności na częściach ułamkowych” [Kucharski 2005, s. 34].

W zaproponowanej definicji znalazły się zapisy ustawy o rachunkowości, w części odnoszącej się do skonsolidowanych sprawozdań finansowych grupy kapitałowej. Ponadto zaproponowana definicja zaliczenia danego podmiotu gospodarczego do korporacji związana jest z ponad 30% wielkością udziału przedsiębiorstwa w obrocie handlowym kraju będącego siedzibą przedsiębiorstwa¹⁸¹. Związane jest to z faktem, iż „korporacje realizują duże oszczędności w wyniku wykorzystania wahań stóp procentowych, kursów walutowych, oraz zmniejszania obciążeń podatkowych” [Sowa 2004a, s. 24].

¹⁷⁸ Zob. art. 3 k.s.h. Kodeks definiuje formę spółki handlowej z podziałem na spółkę jawną, partnerską, komandytową, komandytowo-akcyjną, spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością i spółkę akcyjną, klasyfikując w odrębnych działach uregulowania dotyczące spółek osobowych i kapitałowych.

¹⁷⁹ Struktury organizacyjnej, kultury, strategii i zarządzania, prawa i polityki, technologii, struktury fizycznej, środowiska naturalnego, struktury społecznej.

¹⁸⁰ Cześć definicji zmieniono na podstawie zapisów nowelizacji ustawy o rachunkowości (Ustawa z 18 marca 2008 r. o zmianie ustawy o rachunkowości – Dz. U. z 2008 r., Nr 63, poz. 393). Pierwotnie zapisy dotyczyły przedsiębiorstwa o obrotach większych niż 40 mln euro lub ogólnym bilansie rocznym większym niż 27 mln euro.

¹⁸¹ Propozycja opiera się na określeniu intensywności ponadgranicznych przepływów wewnątrz korporacyjnych.

Próbie usystematyzowania pojęcia korporacji zaprezentował także J.S. Czarniecki. Według tego Autora „korporacja to przedsiębiorstwo w formie spółki kapitałowej, które może uczestniczyć i odnosić sukcesy w procesach gospodarczych na równi z globalnymi konkurentami z powodu kompetencji i innych zasobów, jakimi skutecznie dysponuje. Nie ma tu znaczenia wielkość przedsiębiorstwa i to, w jakim zakresie jest ono znane” [Czarniecki 2009, s. 9]. Uzupełniając przedstawioną definicję, wskazane byłoby jej zawężenie do przedsiębiorstw prowadzonych w formie spółek prawa handlowego w stosunku, do których zastosowanie znajdują przepisy ustawy o rachunkowości¹⁸².

W przypadku korporacji akcjonariusz/udziałowiec staje się właścicielem tytułu prawnego do uprawnień przypisanych do papieru wartościowego i nie ma nic wspólnego z własnością zasobów spółki, gdyż to spółka ma pełną władzę nad zasobami. „Za wzrost i rozwój spółki odpowiedzialne są osoby (zarząd), które nic nie mają wspólnego z jej własnością; z efektów zaś (pozytywnych, ale i negatywnych) mają korzystać osoby (akcjonariusze), które w istocie nie mają żadnego wpływu na zarządzanie” [Czarniecki 2009, s. 15]. Współczesna korporacja to przedsiębiorstwo oparte na kapitałach indywidualnych akcjonariuszy, którego papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Zgodnie z powyższą koncepcją za korporacje można uznać tylko przedsiębiorstwa których akcje są notowane na giełdzie.

Reasumując, w warunkach krajowych mianem korporacji należy określać przedsiębiorstwo, które jest spółką kapitałową i które z mocy prawa nabywa osobowość prawną¹⁸³. Tak określony zakres pojęciowy ogranicza zakres podmiotowy zagadnienia corporate governance do oceny dokonywanej w dalszej części rozprawy, jedynie w stosunku do przedsiębiorstw działających w formie spółki akcyjnej i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, które prowadzą pełną rachunkowość¹⁸⁴.

¹⁸² Tj. obowiązek prowadzenia pełnej księgowości. Uwzględnienie powyższego kryterium związane jest z główną zasadą pełnej księgowości, tj. prowadzeniem bardzo dokładnej ewidencji wszystkich operacji finansowych w przedsiębiorstwie. Dzięki temu można dokładnie prześledzić wydatki, dokonać analiz finansowych, planować kolejne działania przedsiębiorstwa. Istotną, a może nawet najważniejszą jest funkcja kontrolna stanu majątkowego i funkcja informacyjna pełnej rachunkowości.

¹⁸³ Za korporację należy uznać spółkę z ograniczoną osobowością i spółkę akcyjną.

¹⁸⁴ Zaproponowane dodatkowe kryterium związane jest z istnieniem w takiej spółce pełnego systemu ewidencyjno-

3.3. Pojęcie corporate governance – różnorodność definicyjna

Ze względu na mnogość podsystemów funkcjonowania corporate governance nie jest możliwe podanie jednej, uniwersalnej dla wszystkich systemów definicji.

Etymologia angielskiego terminu corporate governance związana jest z wywodzącym się z łaciny pojęciem *gubernare*, które oznacza sterowanie, trzymanie kursu [Wawrzyniak 2000; Zalega 2003] oraz wywodzącym się również z łaciny terminem *coproratio*, co oznacza związek i tłumaczone bywa jako „wspólne kierowanie”.

Do ekonomii pojęcie corporate governance wprowadził A. Smith, który w 1776 r. w swojej książce pod tytułem: „The Wealth of Nations” zaproponował, aby każdy był wolny od ucisku prawnego, ekonomicznego, wolny w wyborze zatrudnienia i wolny w posiadaniu i wymianie owoców tej pracy. „Niewiele więcej trzeba, by podźwignąć państwo do najwyższego stopnia obfitości, poza pokojem, niskimi podatkami i znośnie działającym wymiarem sprawiedliwości” – mówił w wykładzie dla Edynburskiego Towarzystwa Naukowego [O'Rourke 2009, dostęp 22.06.2011].

„Korzenie corporate governance tkwią w instytucji powiernika, wykorzystywanej do obrony interesów prawnych nieletnich członków rodziny przy przejmowaniu sukcesji” [Solarz 2006, s. 261]. Powiernikiem była z reguły kancelaria obsługująca daną rodzinę, zaś rada rodzinna zatwierdzała najważniejsze decyzje majątkowe.

W literaturze anglosaskiej termin corporate governance pojawił się już w latach 30-tych¹⁸⁵ ubiegłego wieku. Upowszechnienie tego terminu nastąpiło w wyniku przedstawienia publikacji Roberta A.G. Monks'a oraz Nell Minow¹⁸⁶, którzy uważali, że corporate governance „to maksymalizacja tworzenia bogactwa

informacyjnego, który stanowić będzie podstawę do generowania sprawozdań finansowych i sprawozdań zarządu z działalności spółki oraz sporządzaniu opinii przez biegłego rewidenta, co pozwoli na zmniejszenie zjawiska asymetrii informacji.

¹⁸⁵ Publikacje w 1932 r. A. Berle i G. Meansa.

¹⁸⁶ *Power & Accountability* (1991), *Corporate Governance* (1995) *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century* (1996). Robert A. G. Monks zarządzał Trustees of the Federal Employees' Retirement System, zaś Nell Minow określana mianem „Królowej Corporate Governance”, była CEO w takich firmach jak: Sears, American Express, Kodak, Waste Management, President of Institutional Shareholder Services, Inc.

w sposób nieobarczających innych lub całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami¹⁸⁷ [Lis i Sterniczuk 2005, s. 26].

Termin corporate governance w przyjętym obecnie znaczeniu po raz pierwszy zastosował w 1960 r. R.S.F. Eels, celem „opisu funkcjonowania systemu władzy i nadzoru w korporacji (spółce)” [Mesjasz 2007, s. 44].

J. Kay i A. Silberstone¹⁸⁸ uważali, że corporate governance zależy przede wszystkim od zastosowanego podejścia teoretycznego, gdyż wszystko jest ukształtowane przez wpływy historyczne, instytucjonalne struktury, które prowadzą do określonego sposobu widzenia tego, czym jest, a czym powinien być corporate governance.

W latach 70-tych ubiegłego wieku, termin corporate governance „oznaczał sporządzanie analiz zmierzających do ustalenia, kto naprawdę kontroluje spółkę, cel wrogiego lub przyjaznego przejęcia” [Solarz 2006, s. 267].

Powiększanie zakresu pojęciowego corporate governance spowodowało, iż zaczął on obejmować zagadnienie, w jaki sposób zmobilizować menedżerów zarządzających „dużymi korporacjami, by kierowali się bardziej interesem właścicieli, niż swoim własnym” [Fedorowicz 2000, s. 26]. Ewolucja pojęcia corporate governance związana była z zastosowaniem analizy porównań do gospodarki innych krajów rozwiniętych, tj. Niemiec i Japonii¹⁸⁹. Pojęcie corporate governance poszerzyło swój zakres i zostało określone jako system praw, procedur i kontroli nad menedżerami spółki, którego celem jest zabezpieczenie interesów wszystkich interesariuszy w przedsiębiorstwie działającym w formie spółki.

Współcześnie pojęcie corporate governance stało się synonimem badań porównawczych nad funkcjonowaniem przedsiębiorstwa (jego relacji) w danych uwarunkowaniach instytucjonalnych. W tym ujęciu corporate governance, to określenie funkcji kontroli nad zarządzaniem przedsiębiorstwem, nie tylko przez organ statutowy, lecz także inne zainteresowane strony.

¹⁸⁷ Powyższa definicja uwzględnia zjawisko eksternalizacji kosztów działalności korporacji (spółki).

¹⁸⁸ Zaprezentowany pogląd został opublikowany w 1995 r.

¹⁸⁹ Te gospodarki, funkcjonując w innych niż USA uwarunkowaniach przyjęły model społeczny, który opiera się na przekonaniu, że funkcjonowanie i wartość korporacji (spółki) wpływ mają, zarówno akcjonariusze, jak i wszystkie inne grupy interesów żywotnie zainteresowane jej powodzeniem.

Natomiast J. Brooks określił mianem corporate governance nowoczesną nazwę problemu przez dekady nurtującego przedsiębiorstwa działające w formie spółki, określonego w języku angielskim accountability¹⁹⁰. Pojęcie corporate governance według tego Autora „dotyczy sposobu, w jaki menedżerowie odpowiadają przed akcjonariuszami i innymi grupami udziałowymi (rozliczają się przed nimi) oraz zapewniają spółce strukturę właściwie służącą realizacji tego celu” [Jarzemowska 2002b, s. 22].

Z kolei K. Lannoo utożsamiał corporate governance z organizacją relacji pomiędzy właścicielami a menedżerami korporacji, które są zróżnicowane w zależności od warunków ekonomicznych i tradycji narodowych. I w takim kontekście umiejscowił corporate governance „jako działanie, fakt lub sposób rządzenia” [Jarzemowska 2002a, s. 23].

M.C. Jensen i W. Mecking¹⁹¹ określili corporate governance jako koncentrację na „badaniu powiązań (relacji) pomiędzy właścicielami firmy a najętymi przez nich agentami, którzy w ich imieniu zarządzają firmą (kontrolują ją) i mają obowiązek maksymalizowania posiadania jej właścicieli. Celem corporate governance jest zapewnienie zgodności tych decyzji z interesami właścicieli firmy” [Jarzemowska 2002b, s. 23].

Kolejni autorzy, K. Keasey i M. Wright mianem corporate governance określili struktury (mechanizmy) i procesy związane z produkcją, podejmowaniem decyzji i kontrolą wewnątrz jednostki organizacyjnej, jaką jest spółka. Mechanizmy te obejmują „regulacje ekonomiczne i prawne ulegające zmianom w wyniku procesów politycznych w danym państwie. Odpowiedzialność = monitorowanie, wartościowanie i kontrola agentów (menedżerów) w celu zapewnienia zgodności ich działania z interesem właścicieli firmy” [Jarzemowska 2002b, s. 23]. „Mechanizmy te należy rozumieć jako ekonomiczne i prawne instytucje ulegające zmianom w wyniku zachodzących procesów politycznych” [Jarzemowska i Jarzemowski, 2001, s. 8].

¹⁹⁰ Problem odpowiedzialności / rozrachunku.

¹⁹¹ Pojęcie corporate governance przedstawili M. C. Jensen, W. H. Meckling w publikacji *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics (1976).

Zgodnie z definicją A. Shleifera i R.W. Vishnyego corporate governance traktuje o sposobach, w jaki dostawcy kapitału do korporacji (spółki) zapewniają sobie uzyskanie zwrotu z inwestycji¹⁹² [Shleifer i Vishny, 1997, s. 737]. Inaczej, corporate governance to „zestaw mechanizmów przekładających sygnały z rynków produktów oraz rynków zaopatrzeniowych na odpowiednie zachowania firmy” [Jeżak 2004, s. 109]. Zakres pojęciowy corporate governance dotyczy kontroli nad sposobem wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa i harmonizowaniu interesów zaangażowanych w przedsiębiorstwie stron w takim stopniu, by zapewnić uzyskanie środków finansowych pozwalających na rozwój przedsiębiorstwa.

Według R. Frickera, pod pojęciem corporate rozumiane jest prowadzenie przedsiębiorstwa, a governance to sposób nadzorowania (kontroli) efektywności (prawidłowości) tego zarządzania¹⁹³.

Natomiast N. MacDonald i A. Beattie uważają, że corporate governance to analizowanie wewnętrznych powiązań występujących pomiędzy strukturami tworzącymi przedsiębiorstwo.

Z kolei R.I. Tricker¹⁹⁴ zdefiniował corporate governance jako identyfikację praw i obowiązków, która legitymizuje działania i determinuje odpowiedzialność. Według tego autora można wyróżnić dwa działania z zakresu corporate governance, a mianowicie: „nadzorowanie – (monitorowanie wyników działania menedżerów) oraz odpowiedzialność / rozliczanie - (rozliczanie menedżerów wobec tych, którzy mają prawo do rozliczania)” [Jarzemowska 2002b, s. 24].

Z kolei F. Mayer określił mianem corporate governance proces „ujednociania interesów inwestorów i menedżerów oraz zapewnieniem prowadzenia firmy z korzyścią dla właścicieli” [Jarzemowska 2002b, s. 24].

¹⁹² „Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”

¹⁹³ Proces corporate governance jest w tym przypadku określane za pomocą czterech podstawowych czynników, a mianowicie: długoterminowego kierunku rozwoju firmy w przyszłości i działań kierownictwa (executives) zaangażowanego w podejmowanie najważniejszych decyzji (część dot. zarządzania), a także monitorowania wyników działania firmy oraz odpowiedzialności - rozrachunku [accountability] (część dot. nadzoru, governance).

¹⁹⁴ Powyższe spojrzenie było zaprezentowane w 1984 r. przez R. I. Trickera, *Corporate Governance. Practices, Procedures and Powers in British Companies and Their Boards of Directors*.

O.K. Tam zdefiniował corporate governance jako procesy i mechanizmy zapewniające odpowiedzialny, reagujący i inicjujący sposób działania spółki w interesie akcjonariuszy.

Natomiast S. Deakin i A. Hughes pod pojęciem corporate governance rozumieją „relacje między wewnętrznymi mechanizmami nadzoru w przedsiębiorstwie a społeczną koncepcją zakresu jej odpowiedzialności (rozliczania)” [Jarzemowska 2002b, s. 25].

W kwestii definicji corporate governance głos zabrał także R. Woodward, który pod tym pojęciem rozumiał „procedury i instytucje zapobiegające nadużyciom managementu i nakładający kary za takie nadużycia” [Woodward 2000, s. 22].

T. Cannon¹⁹⁵ określił mianem corporate governance wzorzec specyficzny dla danego kraju lub społeczeństwa, kształtowany przez interakcje między czterema siłami, tj. „systemem prawnym i instytucjonalnym (tzw. regulatory), zasadami dotyczącymi własności i struktury właścicieli, zasadami funkcjonowania i strukturą rad (dyrektorów, nadzorczych) i wreszcie presją społeczną” [Jagas 2001, s. 222].

H. Baer i C. Gray zdefiniowali system corporate governance jako system „monitoringu i kontroli, konieczny do zdobycia dostępu do informacji, niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnych oraz monitorowania agentów (menedżerów) do działań w interesie właścicieli kapitału” [Herdan 2007, s. 29].

Mianem definicji o charakterze uniwersalnym można określić definicję OECD. Definicja ta ewoluowała, od komitetu Cadburego (1992), w którym pod pojęciem corporate governance rozumiano cały system kontroli, zarówno finansowej, jak i przez którego przedsiębiorstwo jest kierowane i jest kontrolowane¹⁹⁶, poprzez definicję OECD 1998, w której corporate governance dotyczyło „zależności pomiędzy kierownictwem spółki, jej organami oraz akcjonariuszami i pozostałymi grupami udziałowymi. Określała on strukturę, za której pośrednictwem ustalała się cele podmiotu gospodarczego i środki ich

¹⁹⁵ Koncepcja przedstawiona w 1994 w publikacji *Corporate Responsibility*.

¹⁹⁶ UNTAD/ITE/2003/3, Selected Issues in Corporate Governance, Regional and Country Experiences, NY Geneva 2003.

realizacji, a także narzędzia monitorowania wyników działania” [Jarzemowska 2002b, s. 25]. W 2004 r. przedstawiono definicję corporate governance OECD, która pod tym pojęciem określała „sieć relacji pomiędzy kadrami zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, współnikami / akcjonariuszami i innymi interesariuszami (podmiotami zainteresowanymi działaniem spółki). Corporate governance oferuje ponadto strukturę, za której pośrednictwem ustalane są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki” [Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD 2004]. Definicja OECD 2004 określa mianem corporate governance system obejmujący zasady i procedury gwarantujące prawidłowe zarządzanie spółką.

Zdefiniowany w anglosaskim kręgu kulturowym termin corporate governance wywołuje wiele trudności w tłumaczeniu i implementowaniu na warunki polskie. Zjawisko niespójności i wzajemne pokrywanie się różnych definicji powoduje, iż na gruncie polskim, w literaturze przedmiotu używa się wielu nazw, traktując zamiennie takie pojęcia jak; władanie korporacyjne, nadzór właścicielski, nadzór korporacyjny, ład korporacyjny, nadzór nad spółką, kontrola nad zarządzaniem.

Definicję corporate governance rozumianego jako władanie korporacyjne przedstawił J. Solarz. Według tego autora corporate governance, rozumiane jako „władanie korporacyjne” obejmuje wzajemne relacje władzy pomiędzy organami spółki, jej dostawcami, odbiorcami, pracownikami i akcjonariuszami oraz zewnętrznymi źródłami zasileń finansowych.

Krytyczne spojrzenie na definicję J. Solarza przedstawił C. Mesjasz (schemat 13), podkreślając rozbieżności terminologiczne występujące w literaturze, w aspekcie tłumaczenia terminów corporate control i corporate governance [Mesjasz 1998, s. 12].



Schemat 13. Relacje w ramach nadzoru nad przedsiębiorstwem

Źródło: C. Mesjasz, *Corporate governance. Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 11.

C. Mesjasz zgadzając się z określeniem corporate governance jako złożonego systemu „interakcji - współpracy oraz konfliktów pomiędzy wszystkimi¹⁹⁷ grupami interesów regulowanych za pomocą odpowiednich kontraktów” [Mesjasz 1998, s. 10], jednocześnie zaproponował doprecyzowanie tłumaczenia pojęcia jako „władanie przedsiębiorstwem”.

Na gruncie polskim corporate governance rozumiane jako „nadzór właścicielski” przedstawił P. Tamowicz, definiując go jako „system prawnych i ekonomicznych instytucji (formalnych i nieformalnych reguł działania) służących regulowaniu stosunków i zapewnieniu niezbędnej dla rozwoju przedsiębiorstwa równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji (inwestorów, menedżerów, przedsiębiorców, pracowników, dostawców, klientów, społeczności lokalnych itp. - interesariuszy)” [Forum Odpowiedzialnego Biznesu, 2007, Encyklopedia CSR].

Samo określenie „nadzór właścicielski”¹⁹⁸ w swej treści przedstawia relacje zachodzące pomiędzy właścicielami, reprezentowanymi przez radę a kierownictwem spółki. Takie traktowanie corporate governance uwzględnia

¹⁹⁷ Zewnętrznych (właściciele, wierzyciele) i wewnętrznych (naczelne kierownictwo, kadra kierownicza, pracownicy, grupy nacisku) grup interesów.

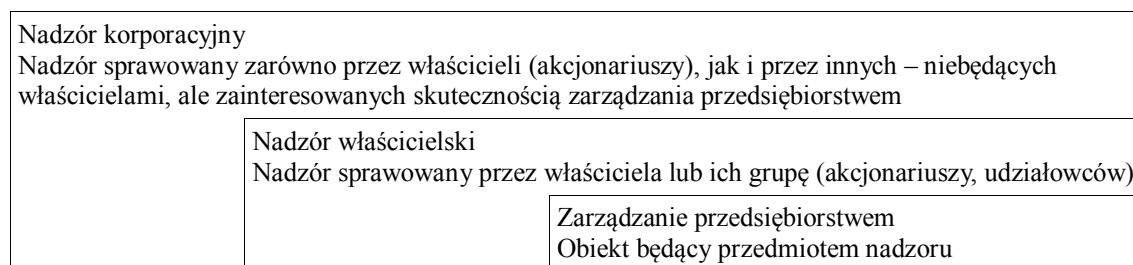
¹⁹⁸ Nadzór właścicielski to wewnętrzny system nadzoru (monitorowanie działań menedżerów prowadzone przez radę nadzorczą).

tylko relację właściciel – zarząd. Dlatego w takim ujęciu corporate governance traktowane jest jako nadzór właścicielski i zawiera zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów między wynajętymi menedżerami a właścicielami, wynikający z oddzielenia własności od kontroli.

Termin „nadzór właścicielski” według J. Jeżaka nie jest odpowiednikiem pojęcia corporate governance i należy go tłumaczyć jako nadzór korporacyjny lub władztwo korporacyjne.

W literaturze przedmiotu pojęcie corporate governance definiowane jako nadzór korporacyjny na gruncie polskim przedstawił B. Wawrzyniak, który pojęciem tym określił nadzór sprawowany zarówno przez właścicieli spółki, jak i wszystkie inne grupy zainteresowane skutecznością procesu zarządzania przedsiębiorstwem¹⁹⁹. Sam nadzór korporacyjny jak pisze B. Wawrzyniak jest pojęciem szerszym niż nadzór właścicielski, a wzajemne relacje pomiędzy pojęciami przedstawiono na schemacie 14.

B. Wawrzyniak mianem „nadzoru korporacyjnego” określił zestaw praw i mechanizmów rządzących zachowaniem firmy, który chronił akcjonariuszy, inwestorów i wierzycieli przed niewłaściwym działaniem menedżerów i dużych stakeholderów oraz zachęcał ich do finansowania działalności przedsiębiorstwa. Określenie „nadzór korporacyjny” traktuje corporate governance jako zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, łagodzących konflikt interesów między menedżerami a właścicielami.



Schemat 14. Relacje pomiędzy pojęciami nadzoru właścicielskiego a korporacyjnego

Źródło: B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2.

¹⁹⁹ Zob. *Leksykon Zarządzania*, red. M. Romanowska, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004. Por. K. A. Lis, H. Stermiczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 29.

K. Zalega przedstawił tłumaczenie pojęcie corporate governance jako nadzór korporacyjny, określając tym mianem „kontrolę funkcjonowania korporacji, sprawowaną nie tylko poprzez przewidziane do tego organy statutowe spółki, ale również przez inne grupy zainteresowane korporacją lub mające interes w jej funkcjonowaniu” [Zalega 2003, s. 15].

Tłumaczenie pojęcia corporate governance jako „nadzór korporacyjny”, związane jest z różnym podejściem do tej definicji. W wąskim ujęciu nadzór korporacyjny obejmuje formalny system odpowiedzialności najwyższego szczebla zarządzania przed akcjonariuszami²⁰⁰. W szerokim rozumieniu definicja nadzoru korporacyjnego rozciąga się na całą „sieć formalnych i nieformalnych relacji w danym przedsiębiorstwie oraz na ich konsekwencje dla całego społeczeństwa” [Jarzemowska, 2002, s. 30, 31].

Natomiast K.A. Lis i H. Stereniczuk, stwierdzili że biorąc pod uwagę stosowane instrumenty, ukształtowany w Polsce system nadzoru nad spółkami jest nadzorem o charakterze wewnętrznym, dlatego nadal w większym stopniu odpowiada nadzorowi właścicielskiemu²⁰¹ niż nadzorowi korporacyjnemu. Oznacza to, iż obejmuje tylko relacje pomiędzy właścicielami korporacji (spółki) a osobami nią zarządzającymi, pomija zaś innych uczestników²⁰² mających znaczący wpływ na przedsiębiorstwo²⁰³.

Według A. Peszki pojęcie corporate governance, tłumaczone jako nadzór korporacyjny, ma inny kontekst niż używane pojęcie nadzór właścicielski. Nadzór właścicielski utożsamiany jest z ochroną interesów właścicieli kapitału przed samowolą zarządu, natomiast nadzór korporacyjny wychodzi z założenia, „że profesjonalni menedżerowie wynajęci do zarządzania przedsiębiorstwem nie powinni działać wyłącznie w interesie akcjonariuszy (shareholders) a uwzględniając również interesy szerszego grona osób związanych z daną firmą, czyli tzw. interesariuszy (stakeholders)” [Peszko, 2003, s. 391].

²⁰⁰ Model akcjonariuszy, wbudowanie w struktury i procesy nadzoru korporacyjnego reguły zapewniających odpowiedzialność przez akcjonariuszami za wzrost wartości.

²⁰¹ Ogranicza się tylko do struktury i funkcjonowania instytucji nadzorczych w postaci rad nadzorczych oraz praw i przywilejów akcjonariuszy w procesach nadzorowania działalności przedsiębiorstwa.

²⁰² Tzw. interesariuszy, tj. osób zainteresowanych działalnością przedsiębiorstwa, wpływających na cele osiągnięte przez nie, wysuwających wobec niego żądania i mających rzeczywistą lub potencjalną możliwość ich wyegzekwowania.

²⁰³ Pracownicy, dostawcy, odbiorcy, rynek kapitałowy czy też związki zawodowe.

Na gruncie polskim definicję corporate governance traktowanego jako ład korporacyjny przedstawił J. Jeżak oraz zespół²⁰⁴ opracowujący „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”. Według tych autorów ład korporacyjny „to zbiór zasad postępowania, skierowanych zarówno do organów spółek oraz członków tych organów, jak i do większościowych i mniejszościowych akcjonariuszy. Zasady ładu korporacyjnego odnoszą się do szeroko rozumianego zarządzania spółką” [Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, 2010]. Według tego spojrzenia, ład korporacyjny definiowany jest jako system obejmujący różnorodne instytucje prawne (w tym formalne i nieformalne reguły działania). J. Jeżak ład korporacyjny opisuje jako „strukturę władzy w spółce, za której pośrednictwem ustalane są jej cele, środki ich realizacji oraz metody monitorowania osiągniętych rezultatów” [Jeżak 2010, s. 10].

Z kolei D. Dobija pojęcie ładu korporacyjnego przedstawiła w dwóch aspektach. „Wąskie rozumienie dotyczy relacji właściciel - zarządzający i koncentruje się na wyjaśnieniu zachowań zarządzających oraz na wpływie zachowań na wyniki przedsiębiorstwa. Szerokie rozumienie ładu korporacyjnego dotyczy wszystkich agentów, którzy mają wpływ na efektywny system ładu korporacyjnego. W takim ujęciu ład korporacyjny to „system, który równoważy oczekiwania wszystkich członków organizacji i ich samolubne zachowania” [Dobija 2011, s. 26].

M. Furtek i W. Jurcewicz ograniczyli pojęcie ładu korporacyjnego jedynie do formy prawnej spółki akcyjnej [Furtek i Jurcewicz 2002, s. 25]. Stwierdzenie to zostało podane krytyce w zakresie zastosowania określenia ład, jako nieodpowiadającego idei sformułowaniu governance [Mesjasz 2006, s. 29-38].

W literaturze przedmiotu, na gruncie polskim pojęcie corporate governance określone jako „władztwo korporacyjne” przedstawili G. Domański i C. Mesjasz. Autorzy zaproponowali, aby w celu utrzymania spójności z terminologia światową, która odnosi się do anglosaskiego rozumienia składowych pojęcia corporate governance, stosować w Polsce termin władanie

²⁰⁴ A. Nartowski, Prezes Polskiego Instytutu Dyrektorów, Przewodniczący Kolegium, A. Gontarek, Dyrektor Działu Emitentów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., J. Sochański, Główny Specjalista w Dziale Emitentów, Sekretarz Kolegium Redakcyjnego.

korporacyjne (spółką), nawiązując w ten sposób do domyślnego rozróżnienia i rozumienia pojęć „władanie przez właściciela” oraz „zarządzanie przez wynajętego zarządcę”. „Pojęcie corporate governance w języku angielskim odzwierciedla poszukiwanie analogii pomiędzy sprawowaniem władzy politycznej w państwie, mieście itp. a sprawowaniem władzy w przedsiębiorstwie. W początkowym okresie rozwoju kapitalizmu dotyczyło to przede wszystkim relacji pomiędzy właścicielami a wynajętymi przez nich menedżerami” [Mesjasz 2007, s. 36].

Z punktu widzenia funkcjonowania regulacji prawnych związanych z prawami i obowiązkami udziałowców/akcjonariuszy pod pojęciem „władztwa korporacyjnego” rozumiane było „wyjście w badaniach poza instytucję prawną nadzoru i dostrzeżenie istnienia innych niż akcjonariusze stron zainteresowanych funkcjonowaniem danej instytucji” [Staniek 2005, s. 27].

Przyjmując za najbardziej adekwatne do angielskiego pojęcia corporate governance tłumaczenie tego zwrotu jako najszerzej stosowane w literaturze sformułowanie nadzór korporacyjny, pojawiają się także problemy przyporządkowania użycia tego sformułowania do polskich warunków.

Sformułowanie nadzór korporacyjny zawiera w sobie elementy dwóch składowych, nadzoru i korporacji. Biorąc pod uwagę definicję nadzoru, która formułuje to pojęcie jako nadzorowanie, kontrolowanie, pilnowanie kogoś lub czegoś, należy zwrócić uwagę na określenie, czym jest kontrola, którą zgodnie z definicją jest „sprawdzanie, badanie czegoś, zestawienie stanu faktycznego ze stanem wymaganym oraz ustalenie ewentualnych odstępstw” [Dubisz 2003, s. 227]. Zgodnie z konwencją językową, kontrola obejmuje uprawnienia do wglądu w czyjąś działalność, prawo żądania informacji i uzyskania wyjaśnień i stanowi część składową nadzoru. Nadzór natomiast oprócz uprawnień kontrolnych obejmuje także przywilej podejmowania decyzji wiążących kontrolowanego. Takie podejście związane było z zaplanowanym przeciwdziałaniem powstaniu stosunku podległości zarządu radzie nadzorczej, co umożliwiłoby kierowanie działalnością spółki z pominięciem zarządu. „W praktyce mogłyby rodzić się paradoksalne sytuacje, w których zarząd

otrzymywałyby od rady nadzorczej polecenia nakazujące wykonanie konkretnych działań z zakresu operacyjnego zarządzania, za które formalnie odpowiedzialność ponosiliby członkowie zarządu. Dezorganizowałyby to pracę zarządu, podważając jednolitość i skuteczność działań” [Kubot 1993, s. 5 i 6]. Uwzględniając kompetencje rady nadzorczej²⁰⁵ wynikające z k.s.h zastosowanie członu „nadzór” można uznać za uzasadnione [Wiśniewski, 1993, s. 182].

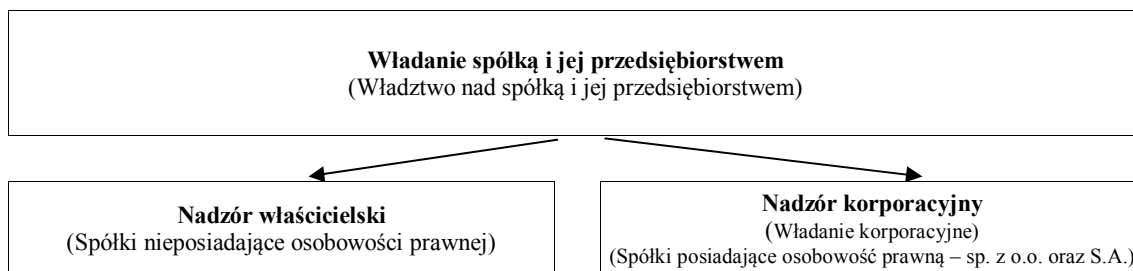
Drugi człon nazewnictwa, czyli pojęcie korporacji jest, jak już wcześniej wspomniano, w polskim systemie prawnym nieokreślone. Zaproponowana w dysertacji propozycja zdefiniowania pojęcia korporacji jako spółki prawa handlowego oparta jest na przyjęciu, że mianem tym można określać „stowarzyszenie, związek, zrzeszenie posiadające osobowość prawną, grupę kapitałową, lub tylko spółki akcyjne” [Jarzemowska 2002b, s. 12].

W dysertacji, transpozycja na język polski pojęcia corporate governance oznacza zatem sprawowanie czynności nadzoru w przedsiębiorstwie działającym w formie spółki kapitałowej, nastawionych na zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, przy jednoczesnym uwzględnieniu interesu pozostałych, niezwiązanych kapitałowo interesariuszy.

Nie podzielając zdania T. Kuleszy²⁰⁶, odnośnie kwalifikacji nadzoru zgodnie z jego systemem jako korporacyjnym w systemie jednostopniowym, a właścicielskim w systemie dwustopniowym, należy zwrócić uwagę, iż taki sposób kwalifikacji nie uwzględnia opinii Cz. Mesjasza odnośnie przyjęcia w polskiej terminologii pojęcia korporacja tylko w stosunku do spółek prawa handlowego, a więc „posiadających osobowość prawną w polskim prawie, czyli będących odpowiednikiem korporacji (spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i spółek akcyjnych)” [Mesjasz 2007, s. 50], zgodnie z interpretacją przedstawioną na schemacie 15.

²⁰⁵ Uprawnienia rady nadzorczej do decydowania nie wynikają nigdy wprost z ogólnego przepisu uprawniającego do nadzoru. Nadzór nie może prowadzić do podległości o charakterze służbowym, w której nadzorowany obowiązany byłby wykonywać wszystkie polecenia nadzorującego. Nadzorujący ma do dyspozycji tylko takie narzędzia, pozakontrolne, jakie zostały mu wyraźnie przyznane.

²⁰⁶ Zob. T. Kulesza, *Nadzór korporacyjny a zarządzanie spółką kapitałową*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2002.



Schemat 15. Interpretacja władania spółką i przedsiębiorstwem

Źródło: C. Mesjasz, *Ewolucja władania korporacyjnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2007, Nr 753, s. 50.

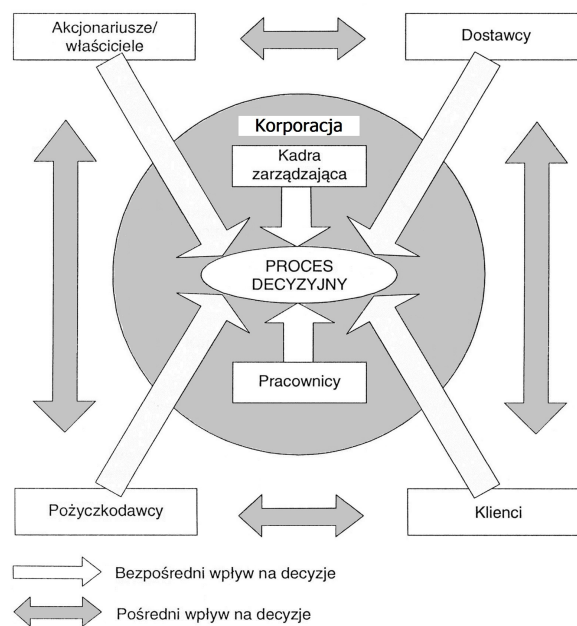
Przyjmując zatem stosowaną w środowisku naukowym konwencję nazewnictwa corporate governance, w pracy wykorzystano termin nadzór korporacyjny, który w zakresie podmiotowym odnosić się będzie do przedsiębiorstw działających w formie spółek kapitałowych, w których doszło do rozdzielenia własności od kontroli, do których zgodnie z k.s.h. zaliczana jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółka akcyjna.

Współcześnie nadzór korporacyjny zaliczany jest do zagadnień, które są przedmiotem badań finansów przedsiębiorstw rozumianej jako, dyscyplina naukowa. Związane jest to z faktem, iż przedmiotem zainteresowania tej dyscypliny są „relacje występujące między interesariuszami przedsiębiorstwa” [Mizerka 2013, s. 41].

Rozdział II. Koncepcje nadzoru korporacyjnego i jego mechanizmy

1. Teoretyczne koncepcje corporate governance - nadzoru korporacyjnego

Proces rozdziału własności od zarządzania spowodował, iż rozdźwięk oczekiwań pomiędzy stronami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa został określony, jako obszar jakim zajmuje się teoria nadzoru korporacyjnego (schemat 16).



Schemat 16. Modelowy obszar nadzoru korporacyjnego

Źródło: I. Koładkiewicz, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext., Warszawa 1999, s. 34.

Granice „tego obszaru determinują takie pytania jak:

- komu służy przedsiębiorstwo?
- w czym interesie powinno być ono zarządzane?
- kto powinien go kontrolować?
- kto powinien podejmować decyzje?
- kto i za co jest odpowiedzialny?
- kto powinien posiadać prawa do zasobów oraz dochodów przedsiębiorstwa?
- na jakich zasadach powinna zachodzić redystrybucja wytworzonego w przedsiębiorstwie bogactwa? [Koładkiewicz 1999, s. 35]

Odpowiedzi na przedstawione pytania, w zależności od przyjętej perspektywy stanowią podstawę funkcjonowania dwóch modeli tj. finansowego²⁰⁷ i społecznego²⁰⁸ modelu przedsiębiorstwa.

W modelu finansowym celem działalności przedsiębiorstwa jest tworzenie wartości dla właścicieli, a zasady mechanizmów motywacyjnych są kształtowane

²⁰⁷ Funkcjonującego w celu podnoszenia jego wartości dla akcjonariusza.

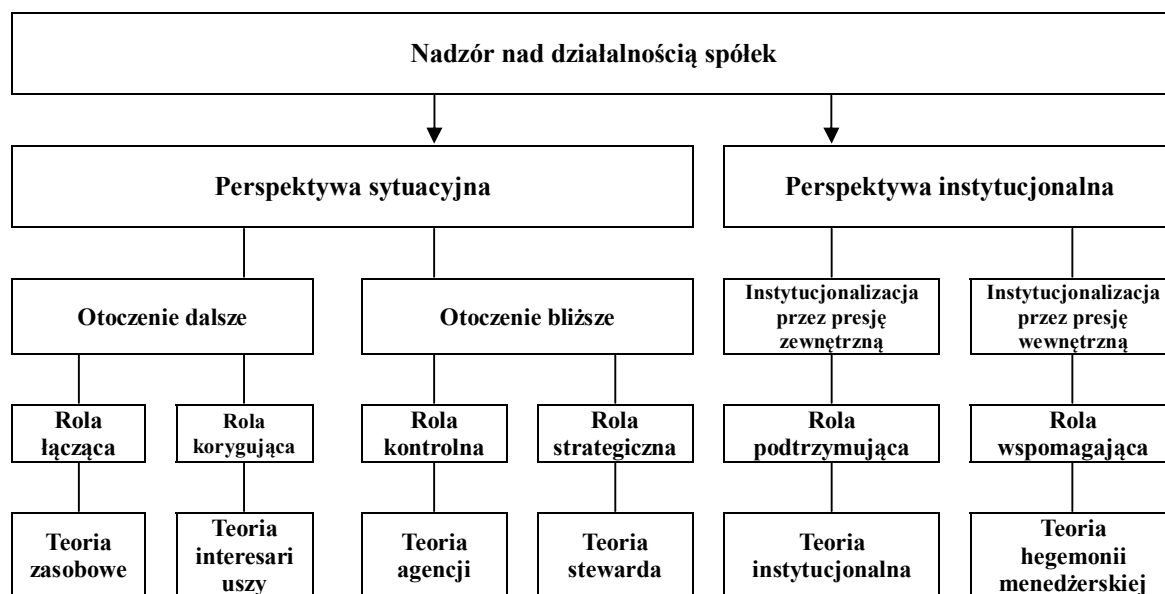
²⁰⁸ Funkcjonującego w celu podnoszenia jego wartości dla grupy wartości.

w taki sposób, aby rezultaty działań menedżerów odpowiadały oczekiwaniom właścicieli kapitału. Rozwinięciem powyższego modelu jest model agenta, W opozycji do modelu agenta stoi model odpowiedzialnego gospodarza (model stewarda)²⁰⁹, który opiera się na założeniu, że menedżerowie chcą być dobrymi gospodarzami²¹⁰.

Model społeczny (interesariusza) opiera się założeniu, że przedsiębiorstwo ma wiele zobowiązań w stosunku do swego otoczenia, a jego właściciele nie są najważniejszym podmiotem, któremu powinno ono służyć.

Interdyscyplinarność i kompleksowość systemów nadzoru korporacyjnego była przyczyną braku jednego systemu teoretycznego tłumaczącego i wyjaśniającego *corporate governance*.

W 1998 roku H. Hung²¹¹ dokonał selekcji, według perspektywy sytuacyjnej i według perspektywy instytucjonalnej oraz usystematyzował teorie odnoszące się do *corporate governance* (schemat 17).



Schemat 17. Typologia teorii nadzoru właścicielskiego

Źródło: S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbank, *Efektywny nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 34.

²⁰⁹ J. H. Davis, F. D. Schrooman, L. Donaldson, *Toward a Stewardship Theory of Management*, Academy of Management Journal 1997, vol. 22, no. 1.

²¹⁰ Model ten określa jako dominującą u menedżera potrzebę osiągnięć i poczucie odpowiedzialności. W takim ujęciu rada dyrektorów nie potrzebowałaby dyrektorów niezarządzających, czyli składałaby się wyłącznie w zarząd operacyjnego z ewentualnym komitetem doradczym.

²¹¹ Zob. H. Hung, *A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards*, Corporate Governance 1998, vol. 6, no. 2.

1.1. Teoria zasobowa (perspektywa sytuacyjna)

Teoria zasobowa została zaprezentowana w 1991 roku, przez J.B. Barney'a. Zakłada ona budowanie przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa w oparciu o unikatowe zasoby, które są wartościowe, mają rzadki charakter i są trudne do skopiowania, a także niedostępne dla innych konkurentów. Teoria zasobowa jest zaliczana do zewnętrznej grupy ujęć teoretycznych nadzoru korporacyjnego w aspekcie funkcjonowania rad, a mianowicie do teorii, gdzie funkcje rady związane są z utrzymywaniem łączności i koordynacją współpracy z otoczeniem zewnętrznym. Istotą teorii zasobowej²¹² (*resource dependency theory*) jest pełnienie przez kierownictwo roli „wiązania interesów” dwóch lub większej liczby organizacji poprzez tworzenie powiązań z otoczeniem ukierunkowanych na efektywną alokację zasobów²¹³. Pełnienie roli wiązania interesów odbywa się według tej teorii poprzez nawiązywanie bezpośrednich kontaktów członków kierownictw, a także poprzez nadzorowanie innych organizacji, aby ograniczać ich nieprzewidywalne zachowania, gdyż „różne konfiguracje zasobów pozwalają osiągnąć podobne lub takie same cele; są ekwifinalne” [Czakon 2010, s. 9]. „Zgodnie z zasadami teorii zasobowej rady spółek traktowane są jak ogniwo łączące spółkę z otoczeniem zewnętrznym, wspomagające procesy prowadzące do osiągnięcia przez nią wyższych celów efektywnościowych” [Peszek 2006, s. 132].

1.2. Bazowe punkty widzenia – perspektywa stakeholders i shareholders

Przedstawiony model agencyjny i model interesariuszy związany jest z koncepcją *shareholders*, która stanowi rozszerzenie teorii *stakeholders*. „W koncepcji *shareholders* cel przedsiębiorstwa identyfikowany jest na podstawie zbieżności interesów dwóch grup podmiotów, tj. właścicieli (akcjonariuszy) oraz kierownictwa (menedżerów), natomiast w koncepcji

²¹² Teoria przedstawione przez J. Pfeffera i G. Salancika.

²¹³ Zob. B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17-38.

stakeholders uwzględnia się interesy wielu grup podmiotów” [Duraj 2002, s. 69].

Punktem wyjścia w koncepcji *shareholders* jest przyjęcie założenia, że przedsiębiorstwo stanowi zbiór zasobów kapitałowych. „Przedsiębiorstwo rozumiane jest jako efekt kontraktów zawieranych pomiędzy *shareholders* a menedżerami. W wyniku zawieranych kontraktów potencjał materialny „przedsiębiorstwa pozostaje własnością *shareholders*, podczas gdy menedżerowie uzyskują prawo do zarządzania nim w imieniu właścicieli” [Cyfert 2004, s. 29]. Przedsiębiorstwo w tej koncepcji funkcjonuje przede wszystkim w celu zaspokojenia potrzeb właścicieli, tj. zarządzający dążą do dwóch zasadniczych celów: po pierwsze, do generowania zysków i w następstwie tego do zapewnienia optymalnego poziomu wypłat dywidend; po drugie, do kreowania wartości.

Koncepcja *shareholders* za aksjomat przyjmuje cel działalności w postaci maksymalizowania wartości kapitału własnego²¹⁴, czyli wzrost zamożności właścicieli i wartości organizacji. Model organizacji przedsiębiorstwa oparty na teorii *shareholders* zapewnia kreowanie wartości z punktu widzenia organizacji.

W latach 80. XX wieku popularność zdobyła teoria *stakeholders*, za której twórcę uważa się R. Freemana. U podstaw tej koncepcji leży założenie, że przedsiębiorstwo funkcjonuje, w otoczeniu różnych grup interesów, a ich zachowanie wpływa na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a jednocześnie jest przez to przedsiębiorstwo kształtowane. Koncepcja *stakeholders* podkreśla, że menedżerowie nie mają prawa podejmować decyzji za tych, którzy wchodzi w skład organizacji. „Uzasadnieniem tak postawionej tezy jest przekonanie, że każdy uczestnik organizacji ma prawo być traktowany nie jako środek do jakiegoś celu korporacji, ale jako cel sam w sobie” [Cyfert 2004, s. 27].

Różnice między koncepcjami *stakeholders* i *shareholders* przedstawiono w tabeli 5.

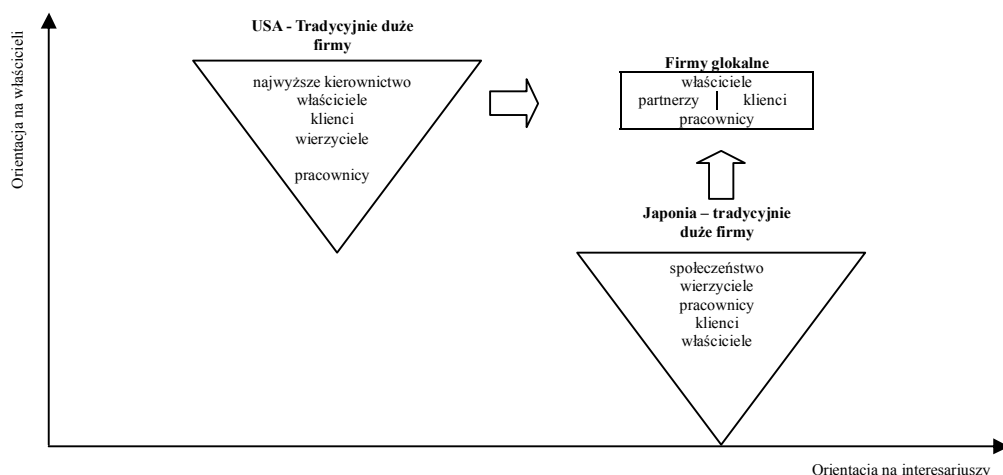
²¹⁴ Suma wartości rynkowej przedsiębiorstwa i wypłacanych dywidend.

Tabela 5. Różnica między koncepcją stakeholders a shareholders

Czynnik różnicujący	Koncepcja stakeholders	Koncepcja shareholders
Nacisk położony na	odpowiedzialność	opłacalność - rentowność
Organizacja widziana jako	<i>joint-venture</i>	narzędzie
Miara sukcesu	satisfakcja stakeholdersów	cena akcji i wysokość dywidend
Trudności	równoważenie interesów różnych stakeholdersów	dostarczanie środków dla realizacji interesów właścicieli
Zarządzanie przedsiębiorstwem	reprezentacja stakeholdersów	niezależne pod nadzorem właścicieli — <i>corporate governance</i>
Organizacja pełniące funkcje	realizacji wspólnych interesów (ekonomiczna symbioza)	realizacji interesów właścicieli (maksymalizacja wartości)

Źródło: A. N. Duraj, *Grupy interesów przedsiębiorstwa w koncepcji stakeholders*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, nr 928, s. 70.

Teoria *shareholders* dostrzega grupy interesów w przedsiębiorstwie i zakłada, iż przedsiębiorstwo działa w interesie wszystkich zainteresowanych grup. Zarządzanie przedsiębiorstwem staje się tutaj próbą pogodzenia przeciwstawnych żądań poszczególnych interesariuszy (schemat 18).



Schemat 18. Orientacja organów nadzoru w koncepcjach stakeholders i shareholders

Źródło: M. Hilb, *New Corporate governance. Successful Board Management Tools*, za: M Marcinkowska, *Władztwo korporacyjne w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, w: *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 421.

Przedsiębiorstwa kierując się wyłącznie interesem właścicieli, co wynika z konieczności wygenerowania rekompensaty za poniesione ryzyko, na krótką metę działają skutecznie. Jednocześnie, lekceważenie interesariuszy powoduje, iż w dłuższej perspektywie przedsiębiorstwa kończą działalność w wyniku upadłości lub odejścia kluczowych pracowników. W konsekwencji występują podejścia „coś za coś” oraz „i-i” (tabela 6).

Tabela 6. Porównanie perspektyw wartości dla akcjonariuszy i wartości dla interesariuszy

Wyszczególnienie	Perspektywa wartości dla akcjonariuszy	Perspektywa wartości dla interesariuszy
Punkt nacisku	zyskowność kosztem odpowiedzialności	odpowiedzialność kosztem zyskowności
Przedsiębiorstwo postrzegane jako	narzędzie	wspólne przedsięwzięcie
Cel istnienia przedsiębiorstwa	służenie właścicielowi	służenie wszystkim zaangażowanym podmiotom
Miara sukcesu	cena akcji i wysokość dywidendy (wartość właścicielska)	zadowolenie interesariuszy
Podstawowa trudność	sprawienie, by wykonawcy działali w interesie mocodawcy	pogodzenie interesów poszczególnych graczy
Nadzór korporacyjny przez	niezależnych dyrektorów „niewykonawczych” mających udziały	przedstawicieli interesariuszy w radzie dyrektorów
Zarządzanie relacjami z interesariuszami	środek	cel i środek
Spółeczna odpowiedzialność	sprawa jednostki, nie organizacji	prawa zarówno jednostki, jak i organizacji
Co jest najkorzystniejsze dla społeczeństwa	dbałość o własne interesy (efektywność ekonomiczna)	dbałość o wspólne interesy (ekonomiczna symbioza)

Źródło: B. De Witt, R. Meyer. *Synteza strategii*, PWN, Warszawa 2007, s. 370, za: K. Machaczka, *Cel korporacji - paradoks zyskowności czy odpowiedzialności*, w: *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 89.

Koncepcje *stakeholders* i *shareholders* nie są ze sobą sprzeczne, gdyż wynikają z uwarunkowanej społecznie odmiennej koncepcji funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wzajemne przenikanie tych koncepcji pozwala na sformułowanie założenia, że przy choćby częściowym uwzględnieniu interesów interesariuszy, koncentracja na kreowaniu wartości organizacji pozwoli na osiągnięcie lepszych wyników alokacji zasobów przedsiębiorstwa.

Obie koncepcje, tj. koncentracji na właścicielu i koncentracji na interesariuszach mówią w istocie o tym samym, czyli, w jaki sposób należy dzielić korzyści rezydualne wygenerowane w podmiocie. Jednak koncentrują się raczej na tym, jak dzielić korzyści rezydualne oraz jak ten podział wpływa na ostateczne wyniki przedsiębiorstwa.

1.2.1. Teoria interesariuszy

Prekursorem teorii interesariuszy była Edith Penrose, która w książce „Teoria wzrostu firmy” [Penrose 1959], potraktowała przedsiębiorstwo jako splot zasobów i relacji międzyludzkich. Sam termin teoria interesariuszy (*stakeholder*

theory) został po raz pierwszy zastosowany przez I. Ansoffa na początku lat 60-tych XX wieku. Definicja interesariuszy²¹⁵ (*stakeholders*), przedstawiona przez M. Clarksona²¹⁶, traktuje ich jako osoby ponoszące ryzyko. Według niego interesariusze ponoszą ryzyko, związane z tym, że zainwestowali w przedsiębiorstwo kapitał ludzki lub finansowy.

Istotą teorii interesariuszy²¹⁷ jest pełnienie przez kierownictwo organizacji roli „koordynatora interesów” poprzez równoważenie często konfliktowych oczekiwań różnych grup nacisku, z reguły podzielonych „na tych, którzy wysuwają zadania wobec przedsiębiorstwa i tych, którzy mają możliwość wyegzekwowania swoich żądań” [Mendel 2002, s. 17]. Powyższe sformułowanie zawęża grupę interesariuszy do tych, którzy są zainteresowani działalnością przedsiębiorstwa i mają możliwość wpływu na nie, z uwzględnieniem poszerzenia o potencjalnych interesariuszy, czyli osoby które mogą wpłynąć na przedsiębiorstwo²¹⁸. Pełnienie roli „koordynatora interesów”²¹⁹ odbywa się według tej teorii poprzez wcielenie przedstawicieli interesariuszy do zarządzania organizacją i negocjowanie kompromisów. „Optymalne warunki rozwoju spółki powstają wówczas, gdy istnieje stan równowagi między różnorodnym, i często sprzecznymi, celami, do jakich dążą grupy interesów, związane z działalnością spółki” [Peszek 2006, s. 133]. W ujęciu przedstawionym przez M. Clarksona, przedsiębiorstwo bierze pod uwagę cele wszystkich interesariuszy, dlatego „przedsiębiorstwo stanowi system obejmujący interesariuszy funkcjonujących w ramach systemu społecznego tworzącego niezbędne prawne i rynkowe warunki niezbędne dla jego działalności. Celem przedsiębiorstwa jest tworzenie bogactwa (wartości) dla wszystkich interesariuszy poprzez zamianę ich udziałów na produkty i usługi” [Mesjasz 2004, s. 23].

²¹⁵ M. Freeman, *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Mc Graw-Hill, New York 1984, s. 46, za: T. Mendel, *Partycypacja w zarządzaniu współczesnymi organizacjami*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 16.

²¹⁶ M. B. E. Clarkson, *A Risk Based Model of Stakeholder Theory*, *The Centre for Social Corporate performance & Ethics*, University of Toronto, Toronto 1994.

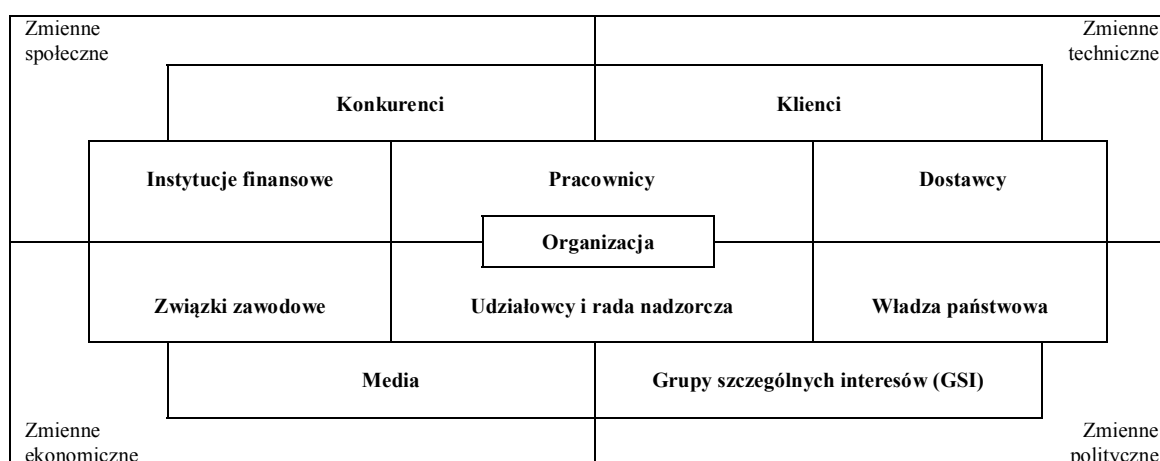
²¹⁷ Zob. R.E. Freeman, *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984, T. Donaldson, L. Preston, *The stakeholder theory of the modern corporation: Concepts, evidence and implications*. *Academy of Management Review* 20, 1995.

²¹⁸ Podejście takie związane jest wpływem M. E. Portera.

²¹⁹ Zob. B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17-38.

Zgodnie z założeniem R.E. Freemana²²⁰, w teorii interesariuszy najistotniejsze jest przekonanie, że przedsiębiorstwa nie są samowystarczalne i odizolowane od otoczenia. Zawiera ono elementy o bezpośrednim i pośrednim oddziaływaniu na przedsiębiorstwo. Elementem oddziaływującym na organizację są interesariusze²²¹ wewnątrzni i zewnątrzni, którzy stanowią „grupę lub osoby pośrednio, lub bezpośrednio zainteresowane działalnością organizacji w jej dążeniach od osiągnięcia celów. Interesariusze zewnątrzni to grupy lub osoby w otoczeniu organizacji wywierające wpływ na jej działania. Interesariusze wewnątrzni to grupy lub osoby, wobec których lub za które kierownik ponosi odpowiedzialność” [Stoner, Freeman i Gilbert 2001, s. 80].

Schemat środowisk o bezpośrednim i pośrednim oddziaływaniu na organizację gospodarczą przedstawiono na schemacie 19.



Schemat 19. Środowisko, zewnątrzni i wewnątrzni interesariusze organizacji

Źródło: J. A. F. Stoner, R. E. Freeman, D. R. Gilbert, *Kierowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 80.

Według teorii interesariuszy przedsiębiorstwo stanowi „splot wyraźnych i dorozumianych (niejawnych) kontraktów”²²², których stronami są „inwestorzy”, którzy wnoszą do spółki „wkład”, a każdy z nich jest wynagradzany zgodnie ze swoją użytecznością dla przedsiębiorstwa (środki finansowe, praca, czas, umiejętności, posiadana wiedza, czas). Strony tych kontraktów, działając

²²⁰ Zob. R. W. Freeman, W. Evan. *Corporate governance: A stakeholder interpretation*. Journal Behavioural Economy 1990, vol. 19, no. 4.

²²¹ M. Porter przedstawił propozycję reprezentacji tej grupy w organie nadzoru, w ramach „rady interesariuszy”, traktując to posunięcie jako sposób na poprawę konkurencyjności przedsiębiorstwa.

²²² Nexus of explicit and implicit contracts.

w oparciu o reguły racjonalnego zachowania, dążą przede wszystkim do maksymalizacji indywidualnych korzyści, wyrażających się w zapewnieniu odpowiedniego udziału w wynikach przedsiębiorstwa, które następnie podlegają rozdziałowi pomiędzy nimi. Kontrakty te mają charakter długoterminowy i otwarty²²³.

W teorii interesariuszy właściciele przedsiębiorstwa są postrzegani, jako dostarczyciele kapitału i to oni są ostatecznymi beneficjentami sukcesu przedsiębiorstwa, a rozmiar ich roszczeń rezydualnych zależy od tego, jak dane przedsiębiorstwo jest zarządzane²²⁴. Także w przypadku niepowodzenia to właściciele ponoszą ostateczne straty i koszty jej upadłości. W związku z tym właściciele są najbardziej zainteresowani efektywnym zarządzaniem przedsiębiorstwem działającym w formie spółki i w ich własnym interesie leży monitorowanie menedżerów, którzy zobowiązani są do przestrzegania w procesie zarządzania obowiązków lojalności i staranności²²⁵. Natomiast roszczenia innych udziałowców organizacji²²⁶ są z góry określone czy wysokością obsługi kapitału obcego, czy też wielkością wypłacanego wynagrodzenia.

Wyznacznikiem działań menedżerów w modelu interesariuszy jest zwiększanie wartości spółki dla właścicieli²²⁷, z uwzględnieniem sytuacji, w której interesy określonych grup mogą pozostawać w konflikcie z interesami innych interesariuszy²²⁸. Realizowanie strategii, która pomijałaby interesy akcjonariuszy, a służyłaby przede wszystkim zabezpieczeniu interesów innych grup²²⁹, też nie leżałaby w interesie przedsiębiorstwa, utrudniając mu uzyskanie kapitału. Tylko długookresowy interes spółki²³⁰ i jej właścicieli wyznacza granice, w jakich osoby zarządzające spółką uwzględniają interesy interesariuszy.

²²³ Przyznają jednej ze stron prawo do podjęcia dyskrecjonalnej decyzji w warunkach nieprzewidzianych kontraktem.

²²⁴ Przysługuje im prawo do majątku spółki, które zaspokajane są w ostatniej kolejności, tzn. prawo do zysku netto, a ten jest niepewny i zależy od efektywności gospodarczej spółki. Akcjonariuszom przysługuje prawo o „roszczenie rezydualne” do całego zysku netto wypracowanego przez spółkę.

²²⁵ Fiduciary duties.

²²⁶ Wierzycieli, pracowników.

²²⁷ Dokładniej akcjonariusze są zainteresowani uzyskaniem maksymalnej lub ponadprzeciętnej stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółki, w postaci wzrostu ich kursu giełdowego bądź w postaci dywidendy.

²²⁸ Dotyczy to zwłaszcza procesów restrukturyzacji, nadzoru wierzycielskiego, polityki wykorzystania zysku zatrzymanego itd.

²²⁹ Np. utrzymanie dotychczasowego wysokiego zatrudnienia i wynagrodzenia kosztem zaniechania inwestycji i koniecznej restrukturyzacji.

²³⁰ „Interes spółki” rozumiany jest jako „ponadindywidualny”, wspólny interes wszystkich jej akcjonariuszy, który wszakże może obejmować również interesy innych grup podmiotów związanych ze spółką, głównie wierzycieli.

Problem związanym z funkcjonowaniem, zgodnie z tym modelem, jest brak miernika określającego wymiary jakości relacji z interesariuszami. P. Stach wskazał, że „pomiar jakości relacji z interesariuszami powinien oprzeć się na skali wielowymiarowej, złożonej z podskali zadowolenia, zaufania, oddania oraz zachowań komunikacyjnych (relacyjnych)” [Stach 2010, s. 43].

Z modelem interesariuszy związana jest koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu²³¹ w myśl której, przedsiębiorstwo podejmuje działania na rzecz dobra społecznego. W opozycji do tej idei stoją ekonomiści²³², którzy uważają, iż społeczną odpowiedzialnością biznesu jest pomnażanie zysku, a działalność filantropijna nie jest zadaniem spółek, lecz powołanych do tego organizacji.

W teorii *stakeholders* organizacja „będzie kreowała wartość tylko w przypadku silnego dowartościowania celów właścicieli, w przeciwnym razie, ze względu na sprzeczności w systemie celów, wartość będzie niszczone” [Cyfert 2004, s. 29]. Kreowanie wartości dla *stakeholders* związane jest z uwzględnianiem w systemie celów przedsiębiorstwa interesów wszystkich zainteresowanych stron. Oparcie przedsiębiorstwa na priorytecie realizacji interesów *stakeholders* pozwala na kreowanie wartości dla organizacji przy założeniu, że główny punkt ciężkości w systemie celów przedsiębiorstwa zostanie położony na cele właścicieli, przy uwzględnieniu, interesów pozostałych *stakeholders*.

Próbie powiązania tworzenia wartości dla właścicieli z tworzeniem wartości dla interesariuszy podjął J. Tirole. Według tego autora niemożność dokonania pomiaru wartości dla interesariuszy powoduje konieczność zbudowania wskaźnika określającego wiele efektów. „Dlatego wynagrodzenie menedżerów winno być odzwierciedleniem ich efektywności mierzonej za pomocą jakiejś agregowanej wartości dla wszystkich interesariuszy, włączając w to oczywiście wartość dla akcjonariuszy” [Mesjasz 2008. s. 28].

²³¹ Corporate social responsibility.

²³² Np. M. Friedman.

1.2.2. Teoria agencji

Związek agencji zachodzi wówczas, „gdy jedna lub więcej osób (mocodawca) wynajmuje drugą osobę (przedstawiciela), aby wykonywała usługę i udziela jej pełnomocnictw do podejmowania decyzji” [Brigham 1996, s. 34]. Relacja agencji powstaje zatem wówczas, gdy jeden podmiot angażuje inną osobę do działania w jego interesie, delegując jednocześnie na nią swoje uprawnienia do podejmowania decyzji, których skutki dotyczyć będą jego sfery majątkowej. Następstwem tego jest odsunięcie mocodawcy od procesu decyzyjnego, przy jednocześnie rosnącym stopniu swobody przedstawiciela.

Teoria agencji funkcjonuje obok ekonomiki kosztów transakcji, której podstawy teoretyczne stworzyli w 1932 r. Adolf Berle i Gardiner Means i znalazła uznanie w oczach praktyków w latach 70-tych ubiegłego wieku. Teoria ta jest dominującą perspektywą analizy koncepcji teoretycznych²³³ *corporate governance*.

Istotą teorii agencji jest pełnienie przez kierownictwo organizacji roli „nadzorowania interesów właścicieli”²³⁴. Pełnienie roli nadzorcy odbywa się według tej teorii poprzez negocjowanie kontraktów mocodawca – przedstawiciel oraz kreowanie systemu monitorowania działalności spółki i efektywności działania jej kierownictwa²³⁵.

Teoria agencji koncentruje się na zaprojektowaniu takiego kontraktu, który gwarantowałby, „że praca zostanie należycie i bez nadmiernych kosztów wykonana, a wykonującego zadanie wystarczająco motywował do dołożenia wszelkich starań, by tak się właśnie stało” [Lis i Sterniczuk 2005, s. 44].

Podstawowymi rodzajami stosunku agencji są relacje pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami²³⁶ oraz pomiędzy akcjonariuszami a wierzycielami²³⁷. Dlatego teoria agencji przedstawia przedsiębiorstwo, jako

²³³ Przedstawiciele M. Jensen, M. Meckling, E. Fama.

²³⁴ Zob. B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17-38.

²³⁵ Wynika to z faktu, że teoria agencji zakłada podążanie za własnym interesem na poziomie jednostek oraz konflikt celów na poziomie organizacji gospodarczej.

²³⁶ Problem agencji pojawia się, gdy menedżer posiada mniej niż 100% akcji zwykłych firmy.

²³⁷ Pożyczkodawcy pożyczają spółce pieniądze na stały procent, gdy akcjonariusze podejmą większe ryzyko i uzyskają większy zysk, ale gdy nie, to tracą wierzyciele.

sieć stosunków umownych, jawnych i niejawnych (kontraktów), zawartych pomiędzy poszczególnymi uczestnikami działań organizacji gospodarczej. Stosunek agencji powoduje powstanie rozdziału pomiędzy podejmowaniem decyzji a ich kontrolowaniem. Zaangażowane strony kierują się przy tym własnym interesem²³⁸, co powoduje, że ich cele nie są w pełni zbieżne.

Występowanie stosunku agencji w warunkach krajowych nie było tożsame z występowaniem spółki, jako formy prowadzenia działalności gospodarczej. W XIX wieku podejmowano działania w zakresie nadzoru działania i kontroli wyników poprzez zobligowanie zarządców majątności do składania sprawozdań zgodnie z formułą „Jakie środki otrzymałeś, co się składa na majątek tobie powierzony, co począłeś z majątkiem i otrzymanymi środkami? Ówczesny system kontroli bazujący na rachunkowości opierał się na podejściu do minimalizowania kosztów agencji przez właściciela w drodze działań kontrolnych i rozliczania odpowiedzialności” [Turzyński 2011, s. 56].

Zgodnie z tą teorią stosunki agencji są w zarządzaniu przedsiębiorstwem koniecznością i wraz z zaistnieniem stosunku występują koszty agencji, które stanowią różnicę w wartości przedsiębiorstwa zarządzanego przez właściciela a wartością identycznego przedsiębiorstwa zarządzanego przez wynajęty zarząd.

Koszty agencji pozostają w ścisłym związku ze strukturą kapitału, gdyż zwiększanie zadłużenia powoduje ograniczanie kosztów agencji²³⁹. „Już Jensen w 1986 r. zauważył, że pojawienie się kapitału obcego w pasywach spółki, choć skutkuje powstaniem konfliktu pomiędzy właścicielami i wierzycielami przedsiębiorstwa, zmniejsza skutki sprzeczności celów powstałe w wyniku rozdzielania własności i kontroli” [Rychwałowska-Musiał 2008, s. 500]. Dług wpływa dyscyplinując, również poprzez wprowadzanie przez wierzycieli dodatkowej kontroli zmniejszającej asymetrię informacji. „Zmniejszenie asymetrii informacji jest możliwe w wyniku dokładnej analizy przedsiębiorstwa w momencie udzielania pożyczki oraz sprawowania kontroli w trakcie

²³⁸ Dla menedżera celem nie jest zwiększenie majątku akcjonariuszy, ale wyższa pensja i korzyści z dochodów ubocznych (koszty, które obciążają spółkę).

²³⁹ Konieczność ponoszenia wydatków związanych z obsługą zadłużenia spowoduje zmniejszenie wolnych środków pieniężnych, co ogranicza swobodę menedżerów w realizowaniu wydatków zmniejszających wartość przedsiębiorstwa.

występowania zadłużenia” [Mizerka i Skowroński 2006, s. 329]. Zgodnie z przedstawionymi wynikami badań, koszty agencji obserwowane „w warunkach względnej stabilizacji finansowej wynoszą 0,6% wartości spółki, najwyższe w obliczu zagrażającej upadłości lub zbliżającego się momentu realizacji inwestycji” [Rychwałowska-Musiał 2010, s. 55]. Parametr górny został określony w wysokości 20% wartości przedsiębiorstwa.

W ramach teorii agencji występuje „nurt formalno-matematyczny, wykorzystujący koncepcje renty informacyjnej i ryzyka” [Staniek 2005, s. 19], „odnoszący się do kwestii związanych z problemami ponoszenia ryzyka agentów oraz nurt pozytywny odnoszący się do tworzenia i monitorowania kontraktów oraz organizacji” [Grobewska-Bogusz 2000, s. 74]. Teoria agencji ma szerokie zastosowanie w związkach typu mocodawca - przedstawiciel wskazując, który kontrakt jest najbardziej efektywny na różnych poziomach niechęci do ryzyka. Z kolei pozytywna teoria agencji skupia się na „identyfikacji sytuacji, w których dążenia obu stron kontraktu pozostają w konflikcie, oraz na opisie mechanizmów monitorowania, które ograniczają oportunistyczne działania agentów” [Rudolf i in. 2002, s. 38]. Mocodawca i przedstawiciel mają naturalną skłonności do konfliktu celów²⁴⁰, a teoria agenta zakłada sytuację, że mocodawca wie, co robi przedstawiciel²⁴¹ oraz mocodawca nie wie dokładnie, co robi przedstawiciel²⁴².

Podsumowując, teoria agencji zajmuje się dwoma zasadniczymi problemami. Pierwszym jest konflikt celów pomiędzy mocodawcą i przedstawicielem wraz z występującymi kosztami weryfikacji tego, co właściwie przedstawiciel wykonuje²⁴³. Drugi problem związany jest z odmiennym podejściem stron stosunku agencji do ryzyka.

Występujący konflikt agencji pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami powoduje problemy trojakiiego rodzaju.

²⁴⁰ Model zakłada konflikt celów pomiędzy mocodawcą a przedstawicielem, łatwo mierzalny wynik, oraz przedstawiciela, który jest bardziej niechętny ryzyku niż mocodawca, gdyż nie może zdywersyfikować zatrudnienia, a mocodawca może dywersyfikować inwestycje, więc jest neutralny wobec ryzyka.

²⁴¹ Mocodawca kupuje zachowanie przedstawiciela.

²⁴² Wiedząc o egoistycznym nastawieniu przedstawiciela, może on lub nie zachowywać się zgodnie z umową.

²⁴³ Gdy nie można ocenić zachowania przedstawiciela, mocodawca może wdrożyć system informacyjny w postaci procedury raportowania finansowego i funkcjonowanie rady nadzorczej.

Po pierwsze, występuje problem braku lojalności menedżerów wobec spółki i właścicieli²⁴⁴. Po drugie występuje niebezpieczeństwo niedołożenia przez menedżerów należytej staranności przy prowadzeniu spraw spółki oraz wykorzystywania przez nich posiadanej przewagi informacyjnej. Trzecim problemem jest różny stopień awersji do ryzyka, jaki cechuje inwestorów i menedżerów, co wynika z różnego charakteru „wkładów” wnoszonych przez nich do spółki.

W związku z powyższym, w przedsiębiorstwie występują mechanizmy redukcji kosztów agencji w postaci monitorowania i nadzorowania działań zarządu, a zadanie to realizuje organ nadzoru w postaci rady (dyrektorów / nadzorczej). Pozostałymi mechanizmami redukcji kosztów agencji jest funkcjonowanie instytucji biegłego rewidenta²⁴⁵, którego zadaniem jest dostarczenie obiektywnej opinii na temat sprawozdania finansowego i sprawozdania zarządu z działalności spółki.

1.2.3. Teoria stewarda

Teoria stewarda określana także mianem modelu „odpowiedzialnego gospodarza” opiera się na założeniu, „że wybrani przez akcjonariuszy członkowie rady dyrektorów, są sumienniejszymi gospodarzami niż wynajęci menedżerowie” [Lis i Sterniczuk 2005, s. 39]. Istotą teorii stewarda²⁴⁶ (powiernictwa) jest pełnienie przez kierownictwo organizacji roli „realizacji misji i strategii” organizacji. Pełnienie roli gospodarza²⁴⁷ odbywa się według tej teorii poprzez nadzór nad strategiami formułowanymi przez kierownictwo organizacji oraz kreowanie aktywnego współuczestnictwa w organizacji. Teoria ta traktuje menedżerów „jako rzetelnych zarządców, którzy starają się kierować przedsiębiorstwem tak, aby osiągało ono wysoki poziom zysku, dając odpowiednie dochody właścicielom” [Peszko 2006, s. 131].

²⁴⁴ Wyrażający się w niebezpieczeństwie nadużywania przez zarządców ich bezpośredniego wpływu na spółkę w celu maksymalizacji swoich indywidualnych interesów kosztem interesów akcjonariuszy.

²⁴⁵ Zewnętrzny audytor.

²⁴⁶ Zob. M. M. Muth, L. Donaldson, *Stewardship Theory and Board Structure: a Contingency Approach*, Corporate Governance 1998, vol. 6, no. 1.

²⁴⁷ Zob. B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17-38.

W przypadku tej teorii występuje unieważnienie założenia o występowaniu konfliktu interesów. Teoria stewarda zakłada, że główną motywacją działań menedżerów jest chęć osiągnięcia sukcesu, uznania i satysfakcji z osiągniętych wyników oraz poczucie odpowiedzialności²⁴⁸.

Teoria ta kreuje menedżera, jako dobrego gospodarza nie ze względu na altruistyczne pobudki, „ale wynika z założenia, że jeśli zrealizowane zostaną cele przedsiębiorstwa, cele menedżera będą także spełnione, gdyż w odpowiednio długim czasie jego korzyści są ściśle związane z korzyściami akcjonariuszy” [Rychwałowska-Musiał 2008, s. 501]. „Taka postawa implikuje zadania, jakie są stawiane przed radami spółek. Są one elementem koalicji, która powinna wspierać radę i pomocą zarządy spółek, zwłaszcza w odniesieniu do decyzji strategicznych” [Rudolf i in. 2002, s. 36].

1.3. Teoria instytucjonalna

Teoria instytucjonalna zaliczana jest do drugiej, zewnętrznej perspektywy analizy funkcji nadzoru korporacyjnego. W tym ujęciu nadzór korporacyjny jest instytucją kształtowaną przez nacisk płynący z otoczenia zewnętrznego. Istotą teorii instytucjonalnej²⁴⁹ jest pełnienie przez kierownictwo organizacji roli „legitymizacji organizacji w otoczeniu”. Pełnienie funkcji gospodarza²⁵⁰ odbywa się, według tej teorii poprzez takie definiowanie celów organizacji, które odpowiadają oczekiwaniom otoczenia. „Zadanie to jest realizowane poprzez tworzenie i wprowadzanie systemu wartości organizacyjnych ukierunkowanych na współdziałanie oraz definiowanie celów w kontekście systemu wartości organizacji i nadzorowania ich realizacji, oraz dążenie, aby zachowania organizacji odpowiadały oczekiwaniom. W tym ujęciu rada winna kształtować w spółce system wartości zgodny z presją oraz nadzorować wdrażanie tego systemu” [Peszko 2006, s. 134]. Rada posiada kluczową rolę w zabezpieczeniu rozwoju i stosowaniu działań dostosowawczych.

²⁴⁸ Teoria ta odwołuje się do piramidy potrzeb Masłowa.

²⁴⁹ Teorię przedstawił w 1957 r. P. Selznick publikując *Leadership in Administration*.

²⁵⁰ Zob. B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17-38.

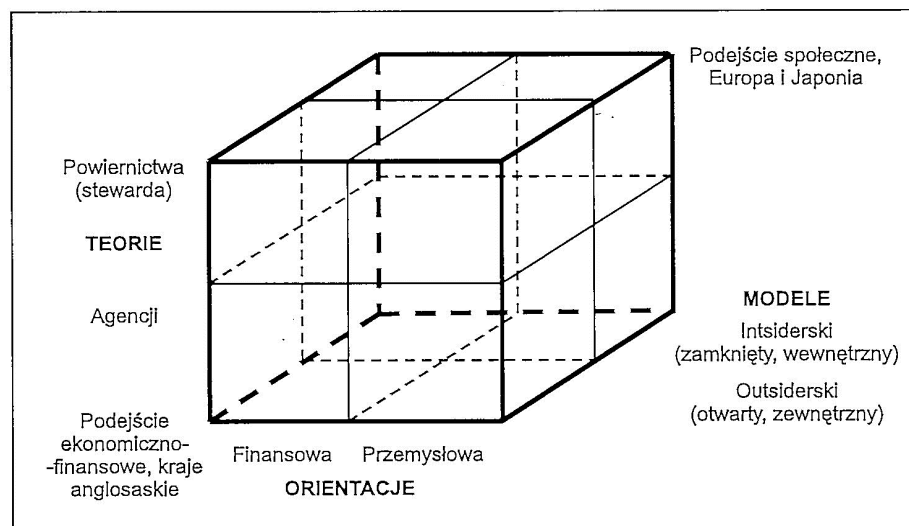
1.4. Teoria hegemonii menedżerskiej

Teoria hegemonii menedżerskiej zaliczana jest do drugiej, zewnętrznej perspektywy analizy funkcji nadzoru korporacyjnego. Istotą teorii hegemonii menedżerskiej jest pełnienie przez kierownictwo organizacji roli „wspierającej działalność bezpośrednio zarządzających”. Pełnienie roli wspierającej realizowane jest poprzez eksponowanie profesjonalizmu w zarządzaniu, wynikające z faktu, iż bezpośrednio zarządzający mają więcej wiedzy i informacji niż inni. Zadanie to jest realizowane poprzez eksponowanie profesjonalizmu w zarządzaniu, jako samoistnej wartości, a także odsuwanie od procedur decyzyjnych tych osób, które nie są zaangażowane w zarządzanie, poza sytuacjami kryzysowymi²⁵¹. W teorii hegemonii menedżerskiej przedsiębiorstwo jest kierowane przez menedżerów, którzy w wyniku zajmowania pozycji na szczycie struktury organizacyjnej posiadają wiedzę i informacje niedostępne dla innych. „W takiej sytuacji rada spółki jest traktowana jako „gumowa pieczęć” (*rubber stamp*), a jej podstawowym zadaniem jest zatwierdzanie decyzji podejmowanych przez zarząd, w tym także decyzji o charakterze strategicznym [Rudolf i in. 2002, s. 37].

Przedstawione teorie nadzoru korporacyjnego rozpatrują odizolowane układy i posiadają często sprzeczne ze sobą założenia. Próbę ich wspólnego ujęcia i uporządkowania przedstawił A. Peszko, konstruując „kostkę” teorii, orientacji i modeli nadzoru korporacyjnego (schemat 20).

„Kostka” ta pozwala na zobrazowanie miejsca, zarówno w czasie jak i w przestrzeni praktyki nadzoru korporacyjnego, poprzez umiejscowienie funkcjonowania danego podsystemu w trójwymiarowej przestrzeni, zorientowanej według teorii, podejścia i modeli.

²⁵¹ Zob. A. Peszko, *Rada Nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2006, s. 134.



Schemat 20. Kostka dychotomicznych teorii, orientacji i modeli nadzoru korporacyjnego

Źródło: A. Peszko, *Rada Nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2006, s. 135.

2. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego

„Istotą systemu *corporate governance* jest zapewnienie prorozwojowej równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji. Równowaga ta winna być zapewniana poprzez zbór różnorodnych instytucji prawnych i ekonomicznych, tworzących formalny i nieformalny system regulacyjny determinujący zachowania” [Szomburg, Tamowicz i Dzierżanowski 2001, s. 20].

Współcześnie mechanizm rządzenia korporacją (spółką) zbudowany jest z „czterech równoległych oddziaływań:

- 1) regulacyjnych (zarówno rządowych i regionalnych, jak i poza rządowych),
- 2) struktury własności (publicznej i prywatnej),
- 3) zwyczajów społecznych związanych z wywieraniem bezpośredniej presji na korporacji, łącznie z systemem wymiaru sprawiedliwości i działalnością publicznych i prywatnych środków masowego przekazu,
- 4) rad przedsiębiorstw (zarówno w wersji dwu szczeblowej z radą nadzorczą i zarządem jak jednoszczeblowej z dyrektorami)” [Peszko 2003, s. 392].

Zasadniczym celem mechanizmów *corporate governance* jest zapewnienie takiego wykorzystania mechanizmów prawnych (zasad funkcjonowania przedsiębiorstwa) i ekonomicznych (optymalizacji działań ludzi, wykorzystania zasobów pieniężnych i materiałowych), aby uzyskać najbardziej efektywny ekonomicznie sposób ich alokacji.

„W ramach dostępnych mechanizmów kontroli i nadzoru, *corporate governance* umożliwia zarówno akcjonariuszom spółki, jak i innym podmiotom zaangażowanym w jej funkcjonowanie nadzór nad wykorzystaniem wniesionego do korporacji kapitału” [Zalega 2003, s. 19].

Stosowane w praktyce mechanizmy wewnętrzne nadzoru oparte są na hierarchiach (instytucją kontroli jest rada, struktura własności, nadzór wierzycielski), natomiast mechanizmy zewnętrzne oparte są na rynku (instytucją kontroli jest rynek przejęć, rynek produktu, rynek talentów menedżerskich).

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego w ujęciu prawnym, posiadają dwie zasadnicze postacie. Mechanizm prawny o silnym podejściu regulacyjnym, w postaci przepisów bezwzględnie obowiązujących oraz mechanizm o słabym podejściu regulacyjnym, głównie w postaci kodeksów dobrych praktyk, które stanowią uzupełnienie mechanizmu rynkowego. W warunkach polskich mechanizmy prawne regulujące stosunki między właścicielami a menedżerami oraz normujące zasady funkcjonowania spółek zostały zawarte w kodeksie spółek handlowych [Ustawa z 15 września 2000], a także w ustawach regulujących rynek kapitałowy [Ustawa z 29 lipca 2005], a ponadto w ustawach szczególnych ze względu na przedmiot działalności spółki²⁵².

Zestawienie rodzajów systemów, klasyfikowanych ze względu na udział mechanizmów zewnętrznych i wewnętrznych przedstawiono na schemacie 21.

²⁵² Prawo bankowe, prawo ubezpieczeniowe.

<i>Wpływ mechanizmów zewnętrznych</i>	SYSTEM OPARTY O PRAWA KONKURENCJI	SYSTEM KOOPERACYJNY / PARTNERSKI
Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> własność rozproszona (nieskoncentrowana) duża niezależność rad od interesariuszy, a nawet akcjonariuszy silny wpływ rynków zewnętrznych, szczególnie finansowych częste wrogie przejęcia 	<ul style="list-style-type: none"> różne konfiguracje własności eksponowanie zależności działania nadzoru - efekty działalności zauważalne wpływy różnych interesariuszy, dążenie do zawierania konsensusów istotna rola inwestorów instytucjonalnych, jako udziałowców przyjazne przejęcia
Niski	<ul style="list-style-type: none"> różne konfiguracje własności „falująca” zależność rad (zarządów) uwarunkowana politykami właścicieli i innych interesariuszy system często zależny od wewnętrznego rynku kadry kierowniczej slaby wpływ rynków zewnętrznych, szczególnie finansowego przyjazne i wrogie przejęcia 	<ul style="list-style-type: none"> własność skoncentrowana (inwestorzy instytucjonalni) duża zależność rad (zarządów) wyznaczonych przez czynniki polityczne nomenklatura kierownicza, wyznaczana przez prawo lub zwyczaje przejęcia kontrolowane w ramach ogólnej polityki inwestorów, w tym państwa, jako często jedyne go właściciela
	SYSTEM ZAUTONOMIZOWANY BUDOWANIE SYSTEMU	SYSTEM AUTORYTARNY ZORIENTOWANY NA KONTROLĘ
<i>Wpływ mechanizmów wewnętrznych</i>	Niski	Wysoki

Schemat 21. Rodzaje systemów nadzoru ze względu na udział mechanizmów zewnętrznych i wewnętrznych

Źródło: K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003, s. 40.

2.1. Zewnętrzny (rynkowy) mechanizm nadzoru

Funkcjonowanie zewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego oparte są na aktywnym rynku kapitałowym, w którym występuje możliwość dokonania procesu akwizycji oraz na szerokim rynku talentów menedżerskich.

2.1.1. Rozwój rynku kapitałowego w Polsce

Istnienie zewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego uzależnione jest od funkcjonowania w danym kraju rynku kapitałowego, którego głównym elementem jest giełda papierów wartościowych. Miejsce to stanowi formę rynku kapitałowego o charakterze instytucjonalnym oraz pełni funkcję alokacji pierwotnej kapitału i wyceny²⁵³.

²⁵³ Funkcjonowanie instytucji giełdy w gospodarce bezpośrednio przyczynia się do jej szybkiego rozwoju.

Ogólne funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie ostatniej dekady, można scharakteryzować poprzez przedstawienie informacji odnośnie działań Ministerstwa Skarbu Państwa, w zakresie prywatyzacji (tabela 7).

Tabela 7. Przebieg procesów przekształceń własnościowych w okresie 2000-2008

Okres (na dzień 31 grudnia danego roku)	Skomercjalizowanie	Udostępniono pierwszy pakiet udziałów/akcji	Kolejne zbycie udziałów/akcji
2000	1506	938	0
2001	9	32	70
2002	12	22	77
2003	12	6	87
2004	23	11	120
2005	16	11	93
2006	9	6	54
2007	32	25	79
2008	78	10	94

Źródło: Opracowanie Ministerstwa Skarbu Państwa „Ocena przebiegu prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2008 roku”. http://prywatyzacja.msp.gov.pl/porta1/pr/21/Ocena_przebiegu_prywatyzacji_majatku.html Przeglądy z lat następujących nie zawierają danych skumulowanych.

Realne funkcjonowanie giełdy, jako miejsca, gdzie przedsiębiorstwo działające w formie spółki kapitałowej pozyskuje kapitał, a co za tym idzie funkcjonowanie zewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego jest w Polsce ograniczone. Rynek giełdowy jest w Polsce narzędziem prywatyzacji i nie stanowi głównego źródła pozyskiwania kapitału. Powyższe powoduje, że w Polsce funkcjonowanie mechanizmu zewnętrznego ma znaczenie marginalne.

2.1.2. Funkcjonowanie rynku talentów menedżerskich

Już w 1965 roku H. Manne zauważył, że rynek talentów pozwala sprawnym menedżerom w krótkim czasie zyskać kontrolę nad zasobami o dużej wartości. Nieefektywni są zastępowani przez lepszych, jednak dzieje się tak tylko w substytucji, gdy rynek giełdowy jest rozwinięty, a presja rynku oczywista.

Rynek wprowadza możliwość konkurowania o lukratywne pozycje w zarządzie spółek. Osoby ubiegając się o stanowiska, konkurują z innymi kandydatami do pracy w przedsiębiorstwie. Ich wartość na rynku usług menedżerskich zależy od tego, jakimi sukcesami w przeszłości mogą się pochwalić. Menedżer przewiduje, że jego przyszła wartość na rynku usług menedżerskich wzrośnie, jeżeli przedsiębiorstwo odniesie sukces. Przedsiębiorstwo przetrwa jedynie wówczas, gdy menedżer działa w taki sposób, aby przedsiębiorstwo funkcjonowało najbardziej efektywnie, pod względem rozmiaru i struktury ponoszonych kosztów oraz generowanych przychodów. Na rynku usług menedżerskich wartość menedżera jest mierzona sukcesem zarządzanego przez niego przedsiębiorstwa, dlatego w interesie członków kadry zarządczej jest podejmowanie działań pozwalających na osiągnięcie sukcesu przedsiębiorstwa, czyli zwiększenia wartości przedsiębiorstwa.

2.1.3. Fuzje i przejęcia spółek

Zewnętrznym mechanizmem nadzoru korporacyjnego, oprócz rynku giełdowego i rynku talentów menedżerskich jest także rynek fuzji i przejęć. Pod tym pojęciem rozumiane jest połączenie więcej niż dwóch przedsiębiorstw działających w formie spółki, z których powstaje spółka poddana jednolitemu zarządzaniu strategicznemu. Fuzja może być dokonana w drodze koncentracji majątkowej w wyniku której powstaje jedna spółka lub koncentracji kapitałowej. Fuzja kapitałowa polega na nabyciu większości udziałów w jednej spółce przez inną spółkę i uzyskanie przez nią kontroli kapitałowej²⁵⁴. Fuzje przybierają formy „przyjazne” i „wrogie”, przy czym kryterium oceny jest fakt czy koncentracja dokonuje się za zgodą zarządu i rady spółki przejmowanej.

Rynek kontroli przedsiębiorstw pełni funkcję dyscyplinującą w otwartym anglosaskim systemie gospodarczym z rozwiniętym rynkiem kapitałowym. Wynika to z faktu, że jeśli CEO wraz z pozostałymi członkami kadry

²⁵⁴ W rezultacie dochodzi do utworzenia grupy kapitałowej, poddanej jednolitemu zarządzaniu, przy formalnym utrzymaniu osobowości prawnej spółek wchodzących w jej skład.

zarządzającej przedsiębiorstwa „niedostatecznie dba o wartość dla akcjonariuszy, to może zostać ona przejęta, a kierownictwo wymienione” [Lis i Sterniczuk 2005, s. 48].

T. Copeland, T. Koller i J. Murrin zakładają, iż w wyniku zaistnienia procesu fuzji i akwizycji pojawia się zjawisko synergii, które dzieli się na uniwersalną, endemiczną oraz unikatową. Z tej klasyfikacji wynika, że możliwości uzyskania efektu synergii i proces kreowania wartości są różne w zależności od łączonych jednostek. Z tego względu przejmowane przedsiębiorstwa mają różną wartość dla poszczególnych nabywców i są oni skłonni zapłacić za nie premie w różnej wysokości.

Specyficzną formą działania zewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego jest forma tzw. wrogiego przejęcia. W ujęciu funkcjonowania mechanizmów nadzoru korporacyjnego forma ta ma wiele zalet: „umożliwia przekazanie zarządzania firmą nowemu (w domyśle – lepszemu) zarządowi, umożliwia restrukturyzację firm, czyli relokację zbędnego majątku oraz lepsze jego wykorzystanie przez nowego właściciela. A dzięki tym przemianom poprawia się efektywność wykorzystania podstawowego majątku spółki, z korzyścią dla jej właścicieli” [Kostrz-Kostecka 2001, s. 31].

W Europie występuje negatywny stosunek do wrogich przejęć, gdyż w tradycji europejskiego prawa spółek zarząd postrzegany jest, jako powiernik interesu spółki, który stanowi pewną wypadkową interesów akcjonariuszy i interesariuszy. Jednak na rozwiniętych rynkach kapitałowych, gdzie przeważają spółki o rozproszonym akcjonariacie, wrogie przejęcia stanowią ważny instrument zewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego, korzystny dla całej gospodarki, gdyż prowadzi do efektywnej alokacji zasobów.

2.2. Wewnętrzny (prawny) mechanizm nadzoru spółek

Wewnętrznym mechanizmem kontroli spółek są regulacje prawne i instytucje nadzoru, powołane na podstawie aktów prawnych. Wewnętrzne prawne mechanizmy nadzoru korporacyjnego posiadają dwa podejście, tj. silne

podejście regulacyjne w formie aktów bezwzględnie obowiązujących i słabe podejście regulacyjne w formie kodeksów dobrych praktyk. W warunkach polskich wewnętrzny mechanizm nadzoru sprawowany jest w systemie dwustopniowym²⁵⁵ przez radę nadzorczą spółki.

2.2.1. Zasady oraz wytyczne corporate governance OECD

Corporate governance funkcjonuje w dwóch wymiarach tego terminu, jako relacje i związane z nimi wzory zachowań w spółce, a także, jako zbiór regulacji, które kształtują zachowania przedsiębiorstw. W takim ujęciu w *corporate governance* występują dwa aspekty, a mianowicie aspekt zachowań i aspekt normatywny. Zasady OECD dotyczą obu aspektów, wyrażając kluczowe wymagania normatywne i skłaniają do odpowiednich działań na poziomie spółki. „Działania takie dotyczą aktywnego stosunku do własności i nadzoru ze strony inwestorów instytucjonalnych i ich przedstawicieli, wysokich kompetencji w zarządach i radach korporacji oraz zachowań, których celem jest długookresowy wzrost wartości – we wszystkich firmach, które biorą pod uwagę interesy wielu grup interesariuszy” [Nestor 2001, s. 14].

System nadzoru korporacyjnego według koncepcji OECD obejmuje regulacje prawne „twarde”, sankcjonowane przez system prawny danego państwa oraz regulacje miękkie w postaci kodeksów dobrych praktyk, funkcjonujące na zasadzie „zastosuj się albo się wytłumacz”.

Zasady *corporate governance*, wstępnie wypracowane w 1998 r. przez grupę roboczą OECD skupiały się na spółkach publicznych. Zostały przyjęte w 1999 roku stając się wzorcem dla powstających na całym świecie kodeksów dobrych praktyk²⁵⁶. W 2004 roku rządy 30 państw członkowskich Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) zatwierdziły w postaci zaleceń nową, rozszerzoną wersję przyjętych w 1999 roku „Zasad *corporate governance*” [OECD 2004]. W roku następnym, tj. w 2005 OECD opracowała kolejny

²⁵⁵ W podsystemie anglosaskim sprawowany jest przez Radę Dyrektorów.

²⁵⁶ W latach 2001-2002 posłużyły za podstawę stworzenia polskich projektów miękkich regulacji *corporate governance*.

dokument pt. „Wytyczne OECD w zakresie nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych” [Ministerstwo Skarbu Państwa 2005]. Wytyczne OECD zawierały wymóg wyraźnego rozgraniczenia funkcji właścicielskiej państwa od innych jego funkcji²⁵⁷. Funkcje te winny być administracyjnie oddzielone, by stworzyć równoprawne warunki działania dla przedsiębiorstw publicznych oraz spółek prywatnych i uniknąć zniekształceń konkurencji²⁵⁸. „Państwo, jako aktywny właściciel powinno wykonywać swoje uprawnienia właścicielskie zgodnie ze strukturą prawną każdego przedsiębiorstwa publicznego”²⁵⁹ [Ministerstwo Skarbu Państwa 2009, s. 15]. Aktywność właścicielska państwa powinna przejawiać się w czynnym wykonywaniu prawa głosu, opracowaniu przejrzystych procedur wyznaczania osób mających pełnić funkcje w organach spółek, a także aktywnego uczestnictwa w procesie ich wyznaczania.

Efektywność nadzoru korporacyjnego w spółkach w udziale Skarbu Państwa była przedmiotem badań już w okresie lat 90-tych ubiegłego wieku. W ich wyniku S. Rudolf przedstawił rolę, pozycję i ocenę postaw przedstawicieli Skarbu Państwa w radach nadzorczych. W wyniku przeprowadzonych badań, jako decydującą o efektywności nadzoru właścicielskiego wskazano wysoką pozycję rad nadzorczych w hierarchii władzy, ale nieprzewyższającą pozycję zarządu. Pozycję przedstawicieli Skarbu Państwa określono, jako „stosunkowo wysoką” z uwagi na aktywną²⁶⁰ postawę na posiedzeniach rad. Jednak charakter aktywności przedstawicieli Skarbu Państwa oceniony został z „zastrzeżeniami” gdyż faktyczna działalność „rad nadzorczych jest w znacznym stopniu zdominowana przez funkcyjnych kierowników firm” [Rudolf 1999a, s. 19].

Pomimo upływu lat, zidentyfikowane po dokonaniu oceny postaw członków rad nadzorczych, dysfunkcje efektywności nadzoru nadal są aktualne i składają się z następujących elementów. Po pierwsze, dla wielu członków rad „od nadzoru jest właściciel”, a nie rada. Po drugie, fachowość i system rekrutacji

²⁵⁷ Funkcje regulatora i arbitra rynku.

²⁵⁸ Rozdział I: Zapewnienie efektywnych ram prawnych i regulacyjnych dla przedsiębiorstw państwowych, punkt A, wraz z przypisami.

²⁵⁹ Nie może być więc mowy o politycznym sterowaniu, lub „przedłużonej ręce rządu”.

²⁶⁰ Zgłaszanie propozycji tematów do posiedzeń, duża częstotliwość zwracania się do zarządu o informacje i wyjaśnienia.

członków rad nadal jest oparty na uznaniowości²⁶¹. Po trzecie, nadzór Skarbu Państwa jest nadal „upolityczniony” a zasiadanie w radzie jest zajęciem „etatowym”²⁶².

Co prawda Ministerstwo Skarbu Państwa, na podstawie wytycznych OECD opracowało dokument „Zasady nadzoru właścicielskiego nad spółkami z udziałem SP oraz innymi państwowymi osobami prawnymi” [Ministerstwo Skarbu Państwa, 2005] jednak zawarte w nim zalecenia i zasady²⁶³ w zakresie celów nadzoru właścicielskiego, funkcjonowania rady nadzorczej i zarządu oraz monitorowania podmiotów z udziałem Skarbu Państwa służą formalnej ochronie interesów Skarbu w sferze gospodarowania jego majątkiem²⁶⁴.

Cechą charakterystyczną nadzoru właścicielskiego w spółkach Skarbu Państwa była niska efektywność nadzoru korporacyjnego w spółkach kontrolowanych²⁶⁵. W 2007 r. Ministerstwo Skarbu Państwa przedstawiło raport dotyczący sytuacji ekonomicznej 406 badanych przedsiębiorstw państwowych, jednoosobowych spółek Skarbu Państwa i spółek z większościovym udziałem Skarbu Państwa odnoszący się do okresu 2003-2005. Zgodnie z tym raportem najlepiej „ocenione zostały spółki z większościovym udziałem Skarbu Państwa, które cechowała najwyższa rentowność, największy zysk i płynnością na bezpiecznym poziomie” [Łach, Molo i Rutkowska 2005, s. 22, 40-42, 44], osiągając wyniki zbliżone do sektora prywatnego. W podsumowaniu raportu sformułowano tezę, że dzięki wpływowi kapitału prywatnego, pomimo zachowania przez Skarb Państwa kontroli właścicielskiej, wniesienie prywatnego know-how w dziedzinie zarządzania i finansów, zwiększyło rentowność i poprawiło efektywność wykorzystania aktywów oraz zwiększyło wydajność pracy i rentowność zaangażowanych kapitałów własnych.

²⁶¹ Brak mechanizmów weryfikacji kwalifikacji członków rad w regularnych okresach.

²⁶² Zob. S. Rudolf, *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa*. „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 1998, nr 12, s. 18-21.

²⁶³ Dokument nie ma charakteru normatywnego, lecz jest dokumentem „wzorcotwórczym”.

²⁶⁴ Sam dokument posiada 15 stron, natomiast załączniki do niego posiadają 224 stron. Opublikowanie takiego dokumentu świadczyło o tym, iż samo Ministerstwo Skarbu Państwa poddaje w wątpliwość przygotowanie osób zasiadający w radach nadzorczych, gdyż zawierają one treść zawartą w dokumentach OECD, k.s.h. i w przedmiocie procedur, które powinny być znane członkom w ramach ich kwalifikacji.

²⁶⁵ Abstrakcyjny charakter właściciela państwowego – Ministra Skarbu Państwa.

2.2.2. Uwarunkowania prawne nadzoru korporacyjnego w Unii Europejskiej oraz w Polsce

W prawie europejskim celem nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie równowagi między interesami podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie przedsiębiorstwa działającego w formie spółki. Określenie reguł *corporate governance* pozostawiono w gestii państw członkowskich UE, przy czym wyznaczono standardy minimalne, nie wydając jednolitego dla UE kodeksu nadzoru korporacyjnego.

Komisja Europejska podjęła działania w celu wzmocnienia i modernizacji europejskiego prawa spółek, nakładając obowiązek ujawniania informacji i wprowadzając odpowiedzialność za jego naruszenie, a także ujawnianie zasad wynagradzania. Jednak zalecenie to znalazło zastosowanie jedynie do spółek publicznych notowanych na giełdzie. Wzmocnienie praw akcjonariuszy objęło dostęp do informacji o spółce on-line [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006], a także wykonywania prawa głosu przez akcjonariuszy w postaci elektronicznej [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004] oraz przyjęcie zasady „jedna akcja, jeden głos”.

Zaproponowane zmiany w strukturze organów nadzorczych spółki miały na celu usprawnienie kontroli. Zamierzony cel został osiągnięty poprzez wzmocnienie roli niezależnych dyrektorów (dyrektorów niewykonawczych) oraz członków rad nadzorczych [Zalecenie Komisji WE z 15 lutego 2005]. Ponadto pojawił się postulat prezentowania wysokości wynagrodzenia członków zarządu i przyznawanych członkom zarządu opcji na akcje spółki [Zalecenie Komisji WE z 14 grudnia 2004].

W Polsce międzywojennej wprowadzono niemiecki model struktury organizacyjnej spółek, uwzględniając odmienne postrzeganie relacji między radą nadzorczą a zarządem w stosunku do niemieckiego pierwowzoru. W latach 1918-1934 instytucję spółki regulowały: na terenie Wielkopolski i Pomorza Niemiecki Kodeks Handlowy z 1897 r., na terenie byłego zaboru austriackiego Powszechny Niemiecki Kodeks Handlowy z 1861 r., zaś na terenie byłego zaboru rosyjskiego

obowiązywał Svod Zakonov, zmieniony w 1919 r. na dekret o rejestrze handlowym, ustawę o statutach spółek akcyjnych oraz dekret o spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Wymienione przepisy zostały zastąpione w 1928 r. prawem o spółkach akcyjnych, a w 1933 r. prawem o spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Polskie przepisy upoważniły akcjonariuszy do statutowego rozszerzenia kompetencji rady nadzorczej. Nie występował w nim jednak zakaz prowadzenia spraw spółki przez radę nadzorczą bądź zakaz wydawania poleceń zarządowi²⁶⁶. W Polsce rada nadzorcza nie stała się nigdy funkcjonalnym odpowiednikiem rady administracyjnej. Zakaz wydawania poleceń zarządowi znalazł się dopiero w kodeksie handlowym²⁶⁷.

Kodeks handlowy [Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 27 czerwca 1934] nie rozróżniał pojęć kontroli i nadzoru²⁶⁸, a organy nadzorcze określone w kodeksie były organami kontrolnymi, zaś funkcje nadzorcze związane były jedynie z prawem do zwoływania zgromadzeń w określonych przypadkach, prawem do zaskarżania uchwał oraz zawieszenia członka w czynnościach i do delegowania własnych członków do wykonywania zarządu²⁶⁹.

Obecnie aktem prawnym regulującym funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego na poziomie spółki jest Kodeks spółek handlowych²⁷⁰ [Ustawa z 15 września 2000]. Kodeks spółek handlowych jest obarczony wieloma nowelizacjami²⁷¹ i jest niespójny z regulacjami prawnymi rynku kapitałowego, a ponadto „formalnie nie ograniczono zadań rady nadzorczej, a jednocześnie zwiększono uprawnienie kontrolne akcjonariuszy, wykonywane na WZA” [Billewicz 2001, s. 55]. Na fali krytyki pojawiły się głosy o stosowaniu w k.s.h. nieprecyzyjnych pojęć np. „decydujący wpływ”, „reprezentant spółki” [Opalińska 2001, s. 29]. Kodeks ulegał także zmianom w związku koniecznością implementacji Dyrektyw UE oraz zmiany ustawy o rachunkowości w której

²⁶⁶ Pierwotnie obowiązywał w Polsce model łaciński.

²⁶⁷ Obecnie występujący także w kodeksie spółek handlowych - art. 375 k.s.h.

²⁶⁸ Uprawnienia kontrolne to uprawnienia do wglądu w czyjaś działalność, nadzór zaś mieści w sobie uprawnienia kontrolne, ale obejmuje też uprawnienia do podejmowania decyzji wiążących kontrolowanego.

²⁶⁹ Zob. J. L. Czarnota, M. Czarnota, *Usytuowanie i zadania rad nadzorczych w polskim kodeksie handlowym*, „Przegląd Organizacji” 1997, nr 1, s. 11-13.

²⁷⁰ Wprowadzony w życie 1 stycznia 2001 r.

²⁷¹ Nie wiadomo czy jest to związane z jego niedopracowaniem legislacyjnym, czy też określa to jego elastyczność.

wyniku jednostki, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na jednym z rynków regulowanych Europejskiego Obszaru Gospodarczego, zostały zobligowane do informowania o stosowanych przez przedsiębiorstwo zasad ładu korporacyjnego²⁷² [14 dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004].

Natomiast w zakresie prawa miękkiego proces wdrożenia zbioru zasad nadzoru korporacyjnego w Polsce rozpoczął się jesienią 2002 r.²⁷³, w wyniku sformułowania „Kodeksu Dobrych Praktyk”. Kodeks ów został na potrzeby polskiego rynku kapitałowego zmieniony i aktualizowany, przyjmując nazwę „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005”. Zawierał on zestaw szczegółowych zasad zachowania, kierowanych do organów spółek publicznych oraz członków tych organów. Dobre praktyki były stosowane do końca 2007 r., kiedy to zostały zaktualizowane do światowych standardów i przyjęły nazwę „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2008”²⁷⁴.

Z funkcjonowaniem Kodeksu Dobrych Praktyk związana jest zasada dobrowolności ich stosowania, co oznacza, że spółki niepubliczne nie są zobowiązane do upublicznienia zasad ładu korporacyjnego, co jednak nie oznacza, że nie muszą ich przestrzegać²⁷⁵.

2.2.3. Istota spółki kapitałowej i jej organy

Przedsiębiorstwo działające w formie spółki kapitałowej jest główną formą prawną podmiotu gospodarczego w gospodarce, bez względu na uwarunkowania polityczne czy geograficzne. Poprzez fakt, iż umożliwia pozyskiwanie od inwestorów kapitału, forma ta w połączeniu z funkcjonowaniem instytucji rynku kapitałowego, umożliwia przekształcenie

²⁷² Biuletyn Rachunkowości i Finansów 24/2007 z 15.12.2007, str. 10.

²⁷³ W wyniku przyjęcia wersji „warszawskiej” kodeksu (Polskiego Instytutu Dyrektorów) a nie wersji „gdańskiej” (Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową).

²⁷⁴ Zob. S. Nartowski, *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW (2008)*, „Przegląd Corporate Governance” 2008, Numer specjalny, s. 1-84.

²⁷⁵ Działalność publikacyjną i w tym zakresie prowadzi Polski Instytut Dyrektorów, pod przewodnictwem S. Nartowskiego. Wskazówki i zasady ładu korporacyjnego zalecane dla spółek nienotowanych działających w Europie – Inicjatywa ecoDa, pod kierownictwem L. Van den Berghe, Bruksela 2010, tłumaczenie na j. polski i przedruk, „Przegląd Corporate Governance” 2011, nr 1.

gromadzonych przez osoby prywatne środków w kapitał inwestycyjny. Podstawą działania przedsiębiorstwa w formie spółki jest jej wewnętrzny akt w formie umowy, który zawiera postanowienia o charakterze organizacyjnym²⁷⁶ oraz postanowienia określające prawa i obowiązki właścicieli.

Generalną cechą spółki kapitałowej jest zasada prymatu kapitału nad osobą, która wyraża się w tym, że jeden głos na zgromadzeniu, uzależniony jest od wielkości zaangażowanego kapitału. Podstawową cechą spółki kapitałowej jest posiadanie osobowości prawnej, odrębnej od osoby właścicieli²⁷⁷. Drugą cechą spółki jest brak odpowiedzialności właścicieli za zobowiązania spółki. Ich ekonomiczne ryzyko ogranicza się do wysokości wkładu wniesionego do spółki w zamian, za który otrzymują udziały/akcje²⁷⁸. Kolejną cechą spółki kapitałowej jest możliwość łatwego transferu udziału, gdyż udział/akcja jest zbywalnym papierem wartościowym²⁷⁹.

W warunkach krajowych zarządzanie bieżące spółką scedowane zostało na rzecz zarządu, a sprawowanie nadzoru zostało przekazane do wyodrębnionego organu, w postaci komisji rewizyjnej / rady nadzorczej²⁸⁰. Do kompetencji właścicieli należy podejmowanie uchwał w sprawach zasadniczych dla spółki. Natomiast do prowadzenia spraw spółki i jej reprezentacji uprawniony został zarząd, który posiada prerogatywy do podejmowania decyzji dyskrejonalnych²⁸¹, związanych z bieżącym zarządzaniem majątkiem spółki i sposobem realizacji celów spółki, wyznaczonych przez właścicieli.

W przypadku spółek osobowych, czyli spółki jawnej, spółki komandytowej, spółki komandytowo-akcyjnej oraz spółki partnerskiej, nie jest

²⁷⁶ Firmę spółki, siedzibę, czas trwania, przedmiot działalności, wysokość kapitału zakładowego spółki, uregulowania związane ze zbyciem, zastawieniem udziałów, strukturę i kompetencje jej organów.

²⁷⁷ W warunkach polskich spółka nabywa osobowość prawną z chwilą zarejestrowania jej w Krajowym Rejestrze Sądowym.

²⁷⁸ Zob. art. 151 § 3 i 4 oraz art. 301 § 4 i 5 k.s.h.

²⁷⁹ Udział/akcja ma zaimplementowane uprawnienia właściciela względem spółki, np. prawo do dywidendy, prawo głosu, prawo poboru nowych akcji.

²⁸⁰ W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością prawo kontroli służy każdemu wspólnikowi, jednak w przypadku ustanowienia rady nadzorczej lub komisji rewizyjnej umowa spółki może wyłączyć, lub ograniczyć indywidualną kontrolę wspólników – art. 213 § 3.

²⁸¹ Wg „Słownika języka polskiego” to decyzje organu, który ma uprawnienia do podejmowania decyzji w konkretnych sprawach w sposób nieskrępowany przepisami. Nie oznacza to jednak możliwości wydania decyzji, kierując się prywatnymi zachciankami. Decyzję podejmuje się w oparciu o zasady słuszności, sprawiedliwości, etyki, wymogi polityki państwa, itd. Swobodne uznanie zapewnia elastyczność stosowania prawa, zwłaszcza w sytuacjach, gdy trudno uprzednio przewidzieć wszelkie okoliczności sprawy.

możliwe pełne oddzielenie własności od kontroli, czyli nie jest możliwe powierzenie prowadzenia spraw spółki osobom trzecim z wyłączeniem wspólników²⁸², w związku z tym, w spółce osobowej brak wyodrębnionej struktury organów spółki. Śmierć jednego ze wspólników stanowi przyczynę rozwiązania spółki, podczas gdy spółka kapitałowa posiada „instytucjonalną nieśmiertelność” niezwiązaną z osobą wspólnika.

Kolejną różnicą jest fakt, iż spółka jawna nieposiadająca osobowości prawnej, ma podmiotowość prawną, tj. może we własnym imieniu nabywać prawa i zaciągać zobowiązania i w efekcie to spółka, a nie jej wspólnicy, jest przedsiębiorcą podlegającym wpisowi do rejestru. Ponadto, w spółce nieposiadającej osobowości prawnej, za zobowiązania spółki wspólnicy odpowiadają osobiście i solidarnie całym swoim majątkiem. Wierzyciele spółki prowadzą egzekucję na majątku wspólników dopiero wówczas, gdy egzekucja na majątku spółki okaże się bezskuteczna²⁸³. Wyjątkiem jest komandytariusz, który nie odpowiada za zobowiązania spółki do wysokości sumy komandytowej, określonej w umowie spółki²⁸⁴.

Kolejną istotną różnicą jest fakt, iż co do zasady zbycie udziału w spółce jawnej jest wykluczone. Skład personalny wspólników ma znaczenie dla powstania i funkcjonowania spółki; jednakże umowa spółki może zezwalać na przeniesienie udziału w spółce za zgodą pozostałych wspólników. Natomiast zbycie udziału w spółce kapitałowej nie niesie ze sobą takich skutków, a jedynie przenosi część składową reprezentującą zaangażowany kapitał na innego właściciela.

Spółka komandytowo-akcyjna²⁸⁵ posiada cechy zarówno spółki akcyjnej (kapitałowej) jak i spółki komandytowej (osobowej). Akcje spółki mogą być przedmiotem obrotu giełdowego, a więc spółka ma dostęp do środków finansowych pozyskiwanych na rynku kapitałowym, nie jest jednak możliwe przejęcie nad nią kontroli kapitałowej, w związku z faktem, iż prowadzenie spraw spółki należy do kompetencji komplementariusza. W jej przypadku

²⁸² Zob. art. 38 § 1 k.s.h.

²⁸³ Odpowiedzialność wspólników ma charakter subsydiarny.

²⁸⁴ Zob. art. 105 k.s.h.

²⁸⁵ Zob. art. 125 k.s.h.

powołanie rady nadzorczej jest obligatoryjne, gdy liczba akcjonariuszy przekracza 25 osób²⁸⁶.

Rozdzielenie w obu formach, tj. spółce z o.o. i spółce akcyjnej zarządzania i nadzoru jest jedną z ważniejszych zalet tych form, ponieważ ogranicza odpowiedzialność właścicieli tylko do wniesionego wkładu kapitałowego. Taka bariera ogranicza „wpływ właścicieli na kontrolę nad przedsiębiorstwem, przyczyniając się do zmniejszenia zdolności kontrolowania zarządu przez właścicieli i wymuszania na tym organie decyzji prowadzących do maksymalizacji wartości rynkowej firmy” [Mendel 2002, s. 15].

Obligatoryjnymi organami spółki z ograniczoną odpowiedzialnością są zarząd i zgromadzenie wspólników. Powołanie organu nadzorczo, czyli rady nadzorczej lub komisji rewizyjnej jest konieczne jedynie w spółkach, w których kapitał zakładowy jest większy niż 500 000 zł i liczba wspólników większa niż 25²⁸⁷. Uprawnienia kontrolne przysługują każdemu ze wspólników, który może przeglądać dokumenty i księgi spółki, żądać od zarządu dostarczenia informacji o stanie spraw i majątku spółki. Indywidualne uprawnienia kontrolne udziałowców mogą zostać ograniczone w umowie spółki w przypadku ustanowienia rady nadzorczej lub komisji rewizyjnej. W związku z powyższym spółka z ograniczoną odpowiedzialnością określana często jest mianem „niepełnej” spółki kapitałowej, jako spółka kapitałowa o postaci „mieszanej”.

Instytucja rad nadzorczych pojawiła się, jako wynik potrzeby nadzoru nad funkcjonowaniem organizacji, która jest własnością grupy osób. Pierwsze rady nadzorcze przedsiębiorstw reprezentowały tylko właścicieli, a więc każdy z członków rady miał bezpośredni interes, a samo przedsiębiorstwo nie było skomplikowaną organizacją. Później rada zaczęła reprezentować tysiące akcjonariuszy, a i same organizacje stały się skomplikowane. Wynikiem tego było wykształcenie się modelu triady²⁸⁸, w którym rada pełni rolę ogniwa łączącego procesy zarządzania realizowane przez zarząd przedsiębiorstwa i zgromadzenie wspólników. W tym rozwiązaniu rada „skupiła swoją działalność

²⁸⁶ Zob. art. 142 k.s.h.

²⁸⁷ Zob. art. 213 k.s.h.

²⁸⁸ System kontynentalny (niemiecki) ma także zastosowanie w Polsce.

głównie na reprezentowaniu właścicieli, a nie na bezpośrednim zarządzaniu przedsiębiorstwem” [Wawrzyniak i Bińczak 1991, s. 12].

W kontynentalnym (dualistycznym) systemie *corporate governance* rada nadzorcza jest definiowana, jako organ spółki kapitałowej, który funkcjonuje w dwuszczeblowym modelu organizacji naczelnego kierownictwa. Rada nadzorcza, jako organ została wprowadzona w 1861 r. w niemieckim kodeksie handlowym i początkowo była organem o charakterze fakultatywnym²⁸⁹. Jednak, od 1870 r. została wprowadzona, jako organ obligatoryjny, posiadający oprócz uprawnień nadzorczych także funkcje administracyjne, w tym posiadający także uprawnienia do wydawania poleceń zarządowi²⁹⁰. Nowelizacja z 1884 r. oraz z 1936 r. rozgraniczyła funkcje organów spółki na zarząd, zajmujący się bieżącą działalnością oraz na radę nadzorczą, która nadzorowała jego działalność. Nad efektywnością tych dwóch organów miało czuwać walne zgromadzenie. Rada nadzorcza w Polsce „nie stała się jednak nigdy funkcjonalnym odpowiednikiem rady administracyjnej czy rady dyrektorów, jak miało to miejsce w warunkach niemieckich” [Opalski 2005, s. 14].

W polskim systemie prawnym funkcjom rad nadzorczych, poświęcono artykuły od 212 do 222 k.s.h. (dział poświęcony spółce z o.o.) i od 381 do 392 k.s.h.²⁹¹ (dział poświęcony spółce akcyjnej). Podstawową funkcją rady, określoną w k.s.h. jest stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności. Kodeks jednak zastrzega, że może to czynić jedynie bez wydawania zarządowi wiążących poleceń dotyczących prowadzenia spraw spółki.

Poza funkcją nadzorczą kodeks wskazuje również na funkcję stanowiącą (decyzyjną) rady, związaną powołaniem i odwołaniem przez radę nadzorczą członków zarządu. Kodeks zastrzega, że statut spółki może rozszerzyć uprawnienia rady nadzorczej m.in. o konieczność uzyskania przez zarząd akceptacji rady przed dokonaniem niektórych czynności.

W spółce akcyjnej organem nadzoru, za którego pośrednictwem akcjonariusze wykonują kontrolę nad spółką, w systemie dualistycznym

²⁸⁹ Do którego uprawnień należało nadzorowanie zarządu spółki, badanie bilansów i podział zysku/pokrycie straty

²⁹⁰ Mogła nakładać ograniczenia odnośnie do reprezentowania spółki.

²⁹¹ Wg tekst opublikowanego w 6 września 2013 r. (Dz.U. z 2013., poz. 1030 j.t.).

obowiązującym w Polsce, jest rada nadzorcza²⁹². Rada stanowi organ powołany do wykonywania stałego nadzoru nad sposobem, w jaki zarządzana jest spółka²⁹³. Występujący w Polsce model organów spółki akcyjnej charakteryzuje się ścisłym personalnym, kompetencyjnym i funkcjonalnym rozdziałem pomiędzy dwoma organami kierowniczymi spółki, zarządem spółki i radą nadzorczą.

Funkcjonujący rozdział personalny wyraża się w tym, iż członkowie rady nadzorczej nie mogą być jednocześnie członkami zarządu²⁹⁴. Tym samym organ kontrolowany i kontrolujący mają odmienne skład osobowe, albowiem nikt nie może być sędzią we własnej sprawie²⁹⁵. Zakaz łączenia stanowisk miał na celu zapewnienie niezależności członków rady od osób, których działalność ma kontrolować.

Natomiast rozdział kompetencyjny wyraża się w ustawowym rozdziale kompetencji zadań zarządu i rady nadzorczej. Zarząd prowadzi sprawy spółki w sposób autonomiczny, a więc nie podlega poleceniom rady nadzorczej ani walnego zgromadzenia²⁹⁶. Wykonywany przez radę nadzór ma charakter *ex post*, a więc dotyczy czynności już dokonanych. Jednak statut spółki może rozszerzyć uprawnienia rady nadzorczej, uzależniając dokonanie danej czynności, określonej w statucie, od uzyskania przez zarząd zgody²⁹⁷.

W warunkach polskich rada nadzorcza ma charakter kolegialny i składa się, co najmniej z trzech, a w spółkach publicznych, co najmniej z pięciu członków²⁹⁸. Członków rady nadzorczej powołuje się, co do zasady, przez walne zgromadzenie w głosowaniu plenarnym²⁹⁹ lub w głosowaniu grupami. Statut

²⁹² Istnieje możliwość, aby rada nadzorcza uczestniczyła w prowadzeniu spraw spółki - poprzez zawarcie w umowie/statucie zastrzeżenia do podejmowania decyzji gospodarczych przez radę nadzorczą w określonych przez umowę/statut sprawach.

²⁹³ Zob. art. 382 k.s.h.

²⁹⁴ Zob. art. 387 § 1 k.s.h.

²⁹⁵ Możliwa jest jednak delegacja przez radę nadzorczą swoich członków do czasowego wykonywania czynności członków zarządu, którzy zostali odwołani, złożyli rezygnację albo z innych przyczyn nie mogą sprawować swoich czynności, na czas nie dłuższy niż 3 miesiące. Ponadto w stosunku do członków rady nadzorczej zastosowanie znajduje zapis, iż nie mogą być oni jednocześnie prokurentem spółki, jej likwidatorem, kierownikiem oddziału lub zakładu oraz być zatrudnionym w spółce jako główny księgowy, radca prawny lub adwokat. Członkami rady nadzorczej nie mogą być także osoby, które bezpośrednio podlegają członkowi zarządu lub likwidatorowi oraz członkowie zarządu i likwidatorzy spółki zależnej.

²⁹⁶ Zob. art. 375¹ k.s.h.

²⁹⁷ Zob. art. 384 k.s.h.

²⁹⁸ Zob. art. 385 § 1 k.s.h.

²⁹⁹ Wówczas cały skład rady wybiera akcjonariusz większościowy.

spółki może przyznawać prawo powoływania i odwoływania określonej liczby członków rady, niezależnie od zakresu jego uczestnictwa kapitałowego w spółce, a także może przyznawać takie uprawnienie instytucjom i podmiotom niebędącym akcjonariuszami³⁰⁰. Rada nadzorcza obraduje na posiedzeniach, które zwoływane są w miarę potrzeb, jednak, co najmniej trzy razy w danym roku obrotowym. Posiedzenia rady zwołuje jej przewodniczący, na żądanie zarządu lub członka rady nadzorczej, a jeżeli przewodniczący nie zwoła posiedzenia w terminie 2 tygodni od dnia otrzymania wniosku, wnioskodawcy mogą je zwołać samodzielnie. Rada nadzorcza podejmuje uchwały, jeżeli na posiedzeniu jest obecna, co najmniej połowa jej członków, a wszyscy jej członkowie zostali zaproszeni. Statut może przewidywać surowsze wymagania dotyczące kworum rady nadzorczej³⁰¹.

Kadencja członka rady nadzorczej nie może być dłuższa niż 5 lat³⁰². Co do zasady, okres ten liczony jest dla każdego członka rady osobno chyba, że statut przewiduje, że powołanie następuje na okres wspólnej kadencji³⁰³. Członek rady może być w każdym czasie odwołany, statut może jednak zawierać inne postanowienia, a w szczególności ograniczać prawo odwołania do ważnych powodów³⁰⁴.

Rada Nadzorcza w polskich warunkach pełni w organizacji gospodarczej funkcje „raczej sieciowe niż rynkowe, zgodnie z typologią J. Weimara i J.C. Pape'a” [Łobos 2007, s. 46].

Rady nadzorcze mają duże kompetencje formalne i z nią jest związana misja rady, którą jest przedstawicielstwo wspólników. Oznacza ono w ujęciu biernym reprezentowanie wspólników oraz w ujęciu czynnym zapewnienie skuteczności funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wzajemna relacja elementów misji rady nadzorczej tworzy macierz modelowych rodzajów rad (schemat 22).

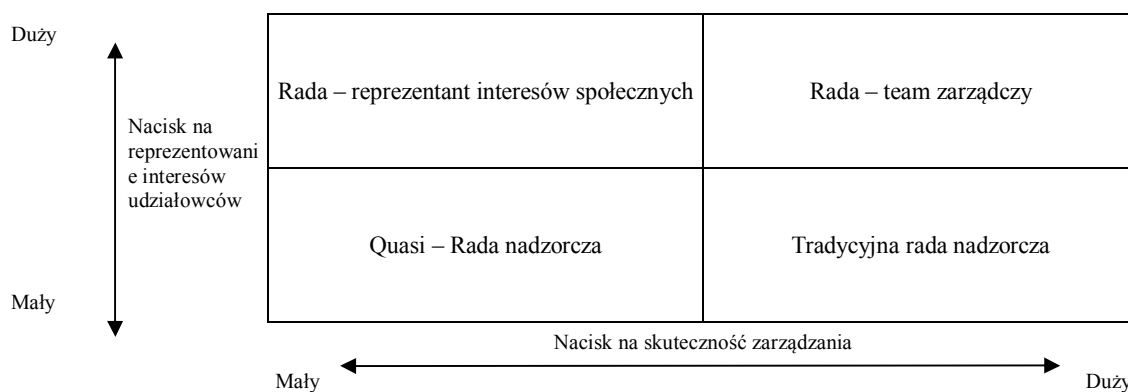
³⁰⁰ Kwestia kooptacji: czy statutu może przewidywać, że rada nadzorcza może sama wybrać swoich członków?

³⁰¹ Zob. art. 388 § 1 k.s.h.

³⁰² Zob. art. 386 k.s.h.

³⁰³ W takim przypadku mandat członka rady, powołanego przed upływem wspólnej kadencji wygasa równocześnie z wygaśnięciem mandatów pozostałych członków, chyba że statut spółki stanowi inaczej.

³⁰⁴ Zob. art. 370 w zw. z art. 386 § 2 k.s.h.



Schemat 22. Modelowe rodzaje rad nadzorczych

Źródło: B. Wawrzyniak, B. Bińczak, *Skuteczne rady nadzorcze*, Poltext, Warszawa 1991, s. 19.

Tradycyjna rada nadzorcza składa się z osób reprezentujących interesy zewnętrzne i kierownictwo przedsiębiorstwa. Rada, jako reprezentant interesów społecznych składa się wyłącznie z przedstawicieli interesów zewnętrznych, a rada eksponuje aspekty przedstawicielstwa. Quasi rada nie spełnia swojej misji, nie reprezentuje wspólników, ani nie zapewnia skuteczności funkcjonowania firmy, funkcjonuje z racji występowania przymusu prawnego. Rada - Team zarządzający występuje w systemach, w których uregulowania prawne są elastyczne, kierownictwo firmy i przedstawiciele załogi mogą uczestniczyć w pracach rady, a procedury doboru członków są na tyle skuteczne, że możliwe jest powstanie ciała kompetentnego i efektywnego, zarówno pod względem kryteriów ekonomicznych, jak i przedstawicielstwa różnych grup interesów. Jest to rozwiązanie modelowe, tzw. rada poszukująca.

Syntetyczne zestawienie zadań rady nadzorczej zaprezentowano na schemacie 23.

Podstawowym i naczelnym zdaniem rady nadzorczej jest stała kontrola procesu prowadzenia spraw spółki, wybór członków zarządu oraz kształtowanie wraz z zarządem strategii spółki. Na podstawie ustawowych kompetencji rady nadzorczej wyróżnia się jej podstawowe funkcje³⁰⁵, tj. funkcja personalna, nadzorcza, współdecydowania oraz artykułowania interesów.

³⁰⁵ Jeden z twórców niemieckiej ekonomiki przedsiębiorstwa Erich Gutenberg widział następujące funkcje rady: nadzorcza, doradcza, decyzyjna, współpracy i wymiany informacji, koordynacyjna. Por. J. Jeżak, *Rola Rady Nadzorczej w procesie podnoszenia wartości spółki*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, red. J. Bieliński, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 113.

Misja rady nadzorczej		
1. Reprezentowanie wspólników wyrażające się w nadzorze, aby ich interesy nie poniosły szkody. 2. Zapewnienie ekonomicznej i społecznej skuteczności funkcjonowania przedsiębiorstwa.		
<i>Obszar funkcji</i>	Polityka przedsiębiorstwa	Administrowanie przedsiębiorstwem
<i>Rodzaj funkcji</i>		
Sterująca	1. Ustalenie i rewizja celów kierunkowych (misji) i strategii przedsiębiorstwa. 2. Podejmowanie kluczowych decyzji (inwestycje, połączenia, fuzje, pożyczki). 3. Ocena i kontrola realizacji celów kierunkowych. 4. Inicjowanie i nadzorowanie realizacji ważniejszych programów	1. Wybór członków Zarządu i kluczowych. 2. Ustalanie, wdrażanie, i rewizja statutu przedsiębiorstwa i innych własnych aktów prawnych przedsiębiorstwa kierowników. 3. Nadzór nad finansową strukturą przedsiębiorstwa. 4. Bezpośrednie zarządzanie w sytuacjach kryzysowych.
Usługowa	1. Kooptacja zewnętrznych instytucji i osób do kontrolowania wybranych aspektów funkcjonowania otoczenia przedsiębiorstwa. 2. Działanie na rzecz tworzenia dobrego image przedsiębiorstwa.	1. Pomoc w zawieraniu kontraktów handlowych 2. Porady dla członków Zarządu i innych kluczowych ludzi przedsiębiorstwa

Schemat 23. Zadania rady nadzorczej

Źródło: B. Wawrzyniak, B. Bińczak, *Skuteczne rady nadzorcze*, Poltext, Warszawa 1991, s. 59.

Pierwszą z nich, związana jest z powoływaniem i odwoływaniem członków zarządu, chyba, że statut stanowi inaczej³⁰⁶. Funkcja personalna objawia się także tym, iż to rada ustala wynagrodzenie członków zarządu zatrudnionych na podstawie umowy o pracę lub innej umowy³⁰⁷.

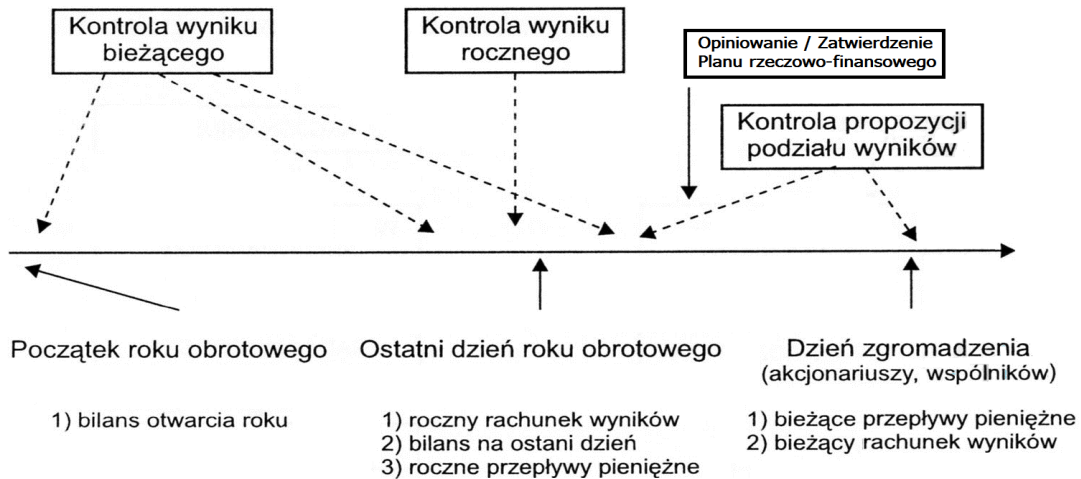
Natomiast funkcja nadzorcza (kontrolna), przejawia się tym, że rada nadzorcza może badać wszystkie dokumenty spółki, żądać od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywać rewizji stanu majątku spółki³⁰⁸. Do szczególnych obowiązków rady nadzorczej należy ocena rocznych sprawozdań sporządzanych przez zarząd, a więc sprawozdania finansowego za dany rok obrotowy oraz rocznego sprawozdania z działalności spółki, w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym oraz wniosków zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty. Z wyników tej oceny rada nadzorcza składa walnemu zgromadzeniu pisemne sprawozdanie³⁰⁹. Schemat obszarów nadzoru rady w zakresie wyniku finansowego zaprezentowano na schemacie 24.

³⁰⁶ Zob. art. 369 § 4 k.s.h.

³⁰⁷ Zob. art. 378 § 1 k.s.h.

³⁰⁸ Zob. art. 382 § 4 k.s.h.

³⁰⁹ Zob. art. 382 § 3 k.s.h.



Schemat 24. Schemat obszarów kontroli rady nadzorczej w zakresie wyniku finansowego

Źródło: T. Janusz, D. Stos, *Funkcje kontrolne rad nadzorczych w spółkach kapitałowych*, w: *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 124, z modyfikacją w zakresie opiniowania i zatwierdzania planów rzeczowo finansowych.

Funkcja nadzorca przejawia się także tym, że rada sprawuje nadzór nad prowadzeniem spółki przez zarząd zarówno pod kątem zgodności jego działań z prawem, jak i ich ekonomicznej celowości i racjonalności z punktu widzenia interesu spółki, a więc w istocie stoi na straży interesu spółki.

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż rada nie jest organem stałym w funkcjonowaniu, lecz odbywającym okresowe posiedzenia, co najmniej trzy razy w roku obrotowym³¹⁰. Poza posiedzeniami, jako organ, rada faktycznie nie istnieje. Problemem związanym z wykonywaniem funkcji kontrolnej jest zależność informacyjna rady od zarządu, gdyż rada nie ma bezpośredniego dostępu do informacji o spółce, lecz otrzymuje takie informacje, jakie dostarczy jej zarząd. W rezultacie organ kontrolowany (zarząd) jest głównym źródłem wiedzy dla organu kontrolującego³¹¹.

Trzecią funkcją jest funkcja współdecydowania (opiniodawcza), która wyraża się we włączeniu rady w podejmowanie decyzji o najważniejszych sprawach dotyczących spółki. W ten sposób rada dokonuje prewencyjnego nadzoru nad działaniami zarządu, co umożliwi wczesne wykrywanie zjawisk kryzysowych i ich zapobieganie. Jednak przyznanie radzie takiego uprawnienia

³¹⁰ Zob. art. 389 § 3 k.s.h.

³¹¹ A zatem w jego interesie będzie leżało dostarczanie tylko pozytywnych informacji, a blokowania lub opóźnianie dostępu do informacji niekorzystnych, które mogłyby stawiać zarząd w złym świetle.

jest uzależnione od odpowiedniego postanowienia statutu, który może przewidywać, że dokonanie określonych czynności przez zarząd wymaga uprzedniej zgody rady nadzorczej³¹². Umowa/statut może rozszerzyć uprawnienia rady nadzorczej, przewidując, że zarząd obowiązany jest uzyskać zgodę rady przed dokonaniem określonych w statucie czynności³¹³.

Czwartą funkcją jest funkcja artykułowania interesów podmiotów związanych ze spółką, innych niż udziałowcy/akcjonariusze i polega na uczestnictwie w radzie nadzorczej przedstawicieli wierzycieli, pracowników, społeczności lokalnych, Skarbu Państwa³¹⁴.

Rozszerzenie według M. Romanowskiej katalogu funkcji procesowych rady nadzorczej w syntetycznym ujęciu obejmuje pięć elementów, a mianowicie rady nadzorcze pełnią „funkcję nadzorczą, funkcję doradczą, funkcję decyzyjną, funkcję współpracy i informacji oraz funkcję koordynacji” [Romanowska 2004, s. 481] i w takim zakresie należy rozpatrywać realizowanie funkcji przyznanych im w ujęciu prawnym, jak i funkcjonalnym.

Spośród wyżej wymienionych funkcji doprecyzowania wymagają ostatnie dwie. Funkcja współpracy i wymiany informacji polegająca na zbieraniu i przekazywaniu akcjonariuszom aktualnych informacji o sytuacji spółki i potencjalnych zagrożeniach. Natomiast funkcja koordynacji sprowadza się „do działań mających na celu uporządkowanie i zharmonizowanie współdziałania na linii zarząd – rada – akcjonariusze” [Jasiński 2012, s. 73].

Ujęcie prawne funkcji rady nadzorczej ujawnia problem związany z faktem, że uregulowania normatywne w Polsce nie odpowiadają realiom działalności przedsiębiorstwa. Podstawowa funkcja rady nadzorczej, czyli sprawowanie stałego nadzoru nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności³¹⁵ na 3, 4 posiedzeniach rocznie prowadzi do stwierdzenia, „że formalne wymaganie stałego nadzoru we wszystkich dziedzinach działalności spółki zapisane w prawie polskim jest nierealistyczne”

³¹² Zob. art. 384 k.s.h.

³¹³ Zob. art. 384 § 1 k.s.h.

³¹⁴ Wprowadzenie przedstawicieli tych grup do rady może przewidywać ustawa szczególna (np. ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych – pracownicy mają prawo wyboru 2/5 składu rady) lub statut spółki.

³¹⁵ Zob. art. 382. § 1. k.s.h.

[Pawlak 2010, s. 25]. Katalog funkcji rad nadzorczych wynika z zastosowania przepisów kodeksu spółek handlowych, statutów spółek oraz utrwalonej praktyki działania i bez względu na przyjęte nazewnictwo można stwierdzić, iż rada nadzorcza spełnia wszystkie funkcje zarządzania bądź, jako decydent, bądź, jako opiniodawca” [Haus 1999, s. 24].

Pełnione przez radę nadzorczą funkcje zależą od wielkości spółki i wraz z jej wzrostem na znaczeniu zyskuje funkcja powiernicza, co przedstawiono na schemacie 25.

<i>Wielkość spółki (względny nacisk na)</i>		
<i>mała, prywatna</i>		<i>wielka, publiczna</i>
legalizm	legalizm	legalizm doradztwo
doradztwo	doradztwo	powiernictwo
powiernictwo	powiernictwo	

Schemat 25. Wielkość spółki a funkcje rady nadzorczej

Źródło: S. Rudolf (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, Wydawnictw Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 33.

Podsumowując, rada nadzorcza jest w Polsce organem powołanym z mocy prawa i w ujęciu prawnym jest powiernikiem interesu spółki, natomiast w ujęciu ekonomicznym jest powiernikiem interesów jej właściciela.

Rozdział III. Nadzór korporacyjny w spółkach

1. Funkcjonowanie nadzoru w spółkach z udziałem J.S.T.

Po reaktywowaniu w 1990 r. samorządu terytorialnego przedsiębiorstwa komunalne weszły w skład mienia komunalnego, a ich organem założycielskim stały się gminy. Przekształcenia własnościowe lat 90-tych doprowadziły do zmian zasad funkcjonowania jednostek działających w sektorze komunalnym [Ustawa z 20 grudnia 1996]. W przeszłości uważano, że alokacja zasobów w sektorze publicznym jest wyłączona z zakresu możliwego do opisanego za pomocą analizy ekonomicznej. Zmiana podejścia do funkcjonowania sektora

publicznego doprowadziła do przekształcania jednostek budżetowych w podmioty prawa handlowego i komercjalizację działalności dawniej zastrzeżonej dla jednostek budżetowych. Zmiany zachodzące w tym zakresie zaprezentowano w tabeli 8.

Tabela 8. Przekształcenia podstawowych form prowadzenia działalności w sektorze komunalnym w 2011 r.

Lp.	Forma prawna podmiotu	Liczba podmiotów na koniec 2011 r.	Liczba przekształconych i prywatyzowanych podmiotów
1	Zakłady budżetowe	795	111
2	Jednostki budżetowe	1223	94
3	Spółki z o.o.	2312	222
4	Spółki akcyjne	397	23

Źródło: Ministerstwo Skarbu Państwa, Informacja o przekształceniach i prywatyzacji mienia komunalnego za rok 2011, <http://prywatyzacja.msp.gov.pl/pr/komunalizacja/prywatyzacja-mienia-ko> (dostęp 25.11.2013).

„Gospodarka komunalna polega na realizacji przez J.S.T. zadań własnych, przy czym istotną część zadań z zakresu gospodarki komunalnej stanowią zadania o charakterze użyteczności publicznej, których celem jest bieżące i nieprzerwane zaspokajanie zbiorowych potrzeb ludności przez świadczenie usług powszechnie dostępnych” [Kozioł i Barwacz 2008, s. 379]. Potrzeby zbiorowe zaspokajane są z reguły przez jeden podmiot, kontrolowany przez gminę i działający, jako monopol naturalny. „Wybór formy organizacji usług komunalnych prowadzi do sytuacji, w której celem gminy jest zaspokajanie zbiorowych potrzeb mieszkańców, a jednocześnie gmina jako właściciel jest zainteresowana maksymalizacją zysków działalności gospodarczej prowadzonej poprzez podmioty komunalne” [Misterska-Dragan 2004, s. 78].

Funkcjonowanie podmiotu będącego własnością komunalną, a funkcjonującego w formie spółki prawa handlowego, jako monopolu naturalnego związane jest z uzyskiwaniem określonych korzyści ekonomicznych.

Do najważniejszych atrybutów monopolu naturalnego zaliczono:

- 1) ekonomię skali, która wiąże się z obniżką kosztu jednostkowego w miarę wzrostu rozmiarów produkcji³¹⁶,

³¹⁶ Charakterystyczna dla urządzeń sieciowych.

- 2) ekonomię zasięgu, która pozwala uzyskać obniżkę kosztów w wyniku wykorzystania urządzeń w sytuacjach obsługi różnych grup odbiorców,
- 3) ekonomię transportu, wynikającą z jednego systemu urządzeń sieciowych,
- 4) ekonomię lokalizacji, „związaną z koniecznością określonego sytuowania w układzie przestrzennym jednostki osadniczej zarówno urządzeń centralnych, jak i sieciowych. Wynika to z przesłanek natury technicznej, funkcjonalnej, jak i warunków fizjograficznych, przesądzających o najkorzystniejszej lokalizacji” [Sadowy 2010, s. 8-9].

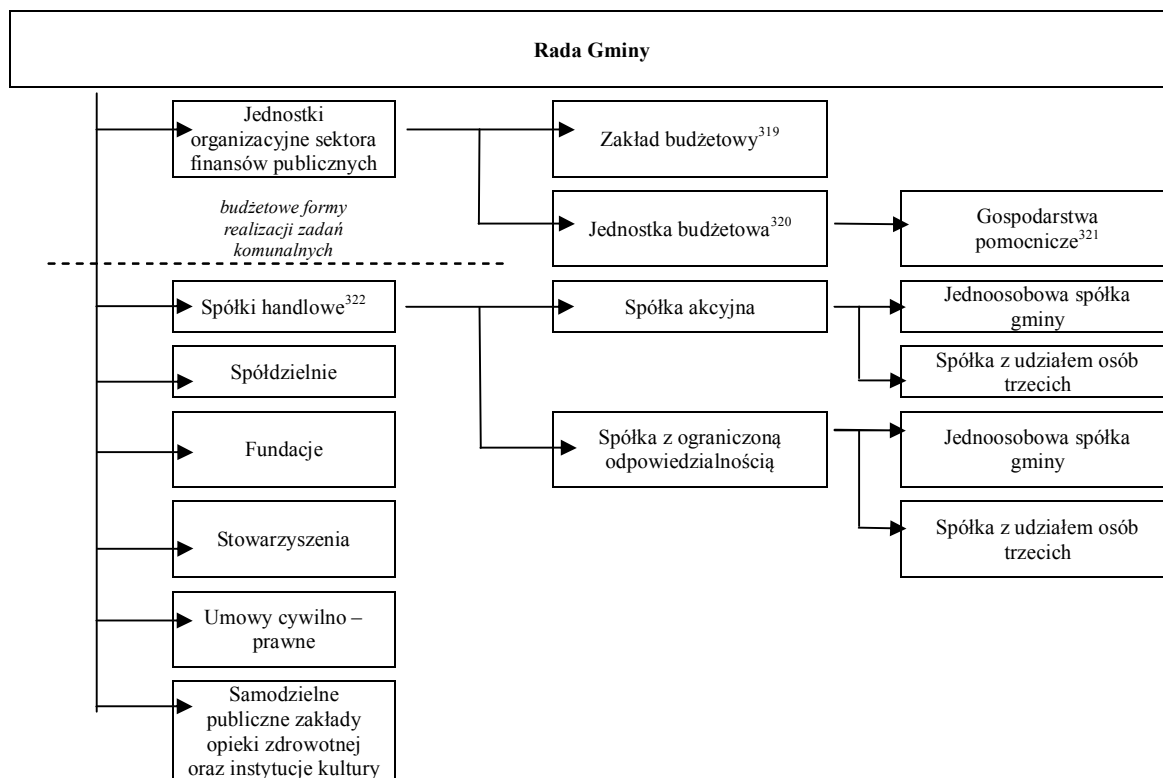
Władze samorządowe „traktują sektor usług komunalnych podmiotowo w ujęciu fiskalnym, a więc jako źródło dodatkowych pożytków budżetowych i pozabudżetowych³¹⁷. Z tego względu, obciążanie przedsiębiorstwa wysokimi daninami publiczno-prawnymi generuje zwiększone koszty działalności, a jednocześnie organy J.S.T. oczekują, aby ceny świadczonych usług były na niskim poziomie³¹⁸.

Wybór formy organizacyjno-prawnej był jednym z podstawowych elementów zarządzania sferą usług komunalnych. Możliwe do zastosowania formy organizacyjno-prawne określono w art. 9 ustawy o gospodarce komunalnej [Ustawa z 20 grudnia 1996], które zaprezentowano na schemacie 26.

Przepisy ustawy nie narzuciły określonych rozwiązań, dlatego J.S.T. miały możliwość wyboru najlepszych w ich ocenie form świadczenia poszczególnych rodzajów usług komunalnych. „Negatywna ocena zdolności sektora publicznego do skutecznego i efektywnego działania w interesie publicznym stała się podstawą do sformułowania najważniejszego postulatu teorii wyboru publicznego; jest on następujący: uzyskanie najlepszych efektów wymaga maksymalnego udziału rynku, a minimalnego udziału państwa w gospodarce” [Grzymała 2011, s. 337].

³¹⁷ Podatek od nieruchomości.

³¹⁸ Postawa taka jest swoistą schizofrenią ekonomiczną.



Schemat 26. Formy organizacyjno-prawne podmiotów działających w sferze usług komunalnych

Źródło: M. Sadowy, *Podstawy Ekonomiki Przedsiębiorstwa Komunalnego*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Siedlcach, Siedlce 2010, s. 13.

Jednostki Samorządu Terytorialnego (J.S.T.) w celu świadczenia usług mogą zawiązywać spółki kapitałowe oraz przystępować do takich podmiotów. Ponieważ spółki kapitałowe są odrębnymi osobami prawnymi, działają we własnym imieniu i na własne ryzyko, a J.S.T. nie ponosi odpowiedzialności za ich zobowiązania [Ustawa z 20 grudnia 1996]. Dopuszczalną w gospodarce komunalnej do zastosowania formą prowadzenia działalności są spółki z o.o.

³¹⁹ Zakład budżetowy J.S.T. nie posiada osobowości prawnej, nie nalicza amortyzacji do kosztów, działa w granicach udzielonego przez pełnomocnictwa, a finansowanie inwestycji spoczywa w całości na J.S.T. Wadą tej formy jest niepełny rachunek kosztów oraz brak elementów proefektywnościowych w działalności. Zakład jako wyodrębniona organizacyjnie jednostka sektora finansów publicznych, prowadzi działalność gospodarczą na zasadzie odpłatności i pokrywająca koszty tej działalności z przychodów własnych. Zakład budżetowy jest odrębny finansowo, lecz jest ściśle związany z budżetem J.S.T., ponieważ wszystkie swoje nadwyżki przychodów nad kosztami odprowadza do budżetu J.S.T., zaś niedobór pokrywa dotacjami z budżetu (przedmiotowymi, podmiotowymi, celowymi na dofinansowanie kosztów inwestycji).

³²⁰ Jednostka budżetowa J.S.T. pokrywa swoje wydatki bezpośrednio z budżetu, a pobrane dochody odprowadzają na rachunek budżetu jednostki samorządu terytorialnego (rozlicza się z budżetem jednostki samorządu terytorialnego na zasadzie brutto). Działa na podstawie statutu, a podstawą jej gospodarki finansowej jest plan dochodów i wydatków.

³²¹ Gospodarstwa pomocnicze, w ramach reformy finansów publicznych zostały zlikwidowane do dnia 31.12.2010 r., a ich majątek przejęły J.S.T., lub utworzone na ich bazie spółki prawa handlowego.

³²² Spółki kapitałowe są odrębnymi od J.S.T. osobami prawnymi i jako pełnoprawni uczestnicy życia gospodarczego funkcjonują na zasadach komercyjnych. Działając we własnym imieniu i na własne ryzyko, prowadzą również działalność inwestycyjną.

i spółki akcyjne. W praktyce druga forma jest stosowana w przypadkach związanych z prowadzeniem działalności w większych rozmiarach, wymagających znacznych nakładów finansowych. W tabeli 9, przedstawiono determinanty sprawowania nadzoru korporacyjnego w sektorze komunalnym, w porównaniu do prywatnego.

Tabela 9. Wybrane determinanty sprawowania nadzoru korporacyjnego w sektorze prywatnym i komunalnym w świetle teorii agencji.

Kryterium i przedmiot porównania	Przedsiębiorstwo rynkowe (PR)	Przedsiębiorstwo komunalne (PK)
Status pracodawcy	Właściciel: przedsiębiorca, instytucja, udziałowiec.	Właściciel: jednostka samorządu terytorialnego (J.S.T.).
Główna podstawa prawna	Kodeks spółek handlowych (k.s.h.)	Kodeks spółek handlowych, Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej (Dz. U. 1997, nr 9, poz. 43, ze zm.).
Misja organizacji	Osiągnięcie przewagi konkurencyjnej, kształtowanie pozycji rynkowej.	Zaspokajanie zbiorowych potrzeb społeczeństwa wynikających z zadań własnych J.S.T.
Cel działalności organizacji	Osiągnięcie zysku lub inne cele o charakterze ekonomicznym.	Pełnienie służby publicznej wobec mieszkańców, przy zachowaniu również celów ekonomicznych.
Status odbiorcy usług	Klient-konsument.	Petent (strona, mieszkaniec, obywatel, podatnik), jako podmiot praw i obowiązków konstytucyjnych.
Istnienie nadzoru umożliwiającego poddanie pełnomocnika publicznej ocenie (accountability)	Zewnętrzne i wewnętrzne mechanizmy nadzoru właścicielskiego.	Zewnętrzne i wewnętrzne mechanizmy nadzoru właścicielskiego poszerzone o interesariuszy. Istnienie demokratycznego nadzoru.
Wymiar i rodzaj niezależności przedsiębiorstwa	Posiada niezależność zarówno w zakresie ustalania celów, jak i wyboru narzędzi ich realizacji, co wynika zarówno z k.s.h., jak i z neoklasycznej teorii ekonomii.	Niezależność ograniczona jest tylko do swobodnego wyboru instrumentów zarządzania, a niekiedy celów.
Ograniczenie zakresu działania i zmniejszenie konkurencyjności	Brak ograniczeń obszarów działalności gospodarczej przedsiębiorstw, które zmniejszałyby ich konkurencyjność.	Częste stosowanie polityki polegającej na wyłączeniu pewnych obszarów działalności gospodarczej lub zleceniu działalności nierentownej.
Asymetria informacji	W momencie rozdzielenia własności od zarządzania istnieje zjawisko asymetrii informacji.	Kryterium to nabiera ostrzejszego charakteru z uwagi na brak zwyczajowej wiedzy fachowej mocodawcy wynikający z kadencyjności i politycznych wyborów.
Wspólna agencja	Rzadko występuje problem wspólnej agencji.	Często występuje problem wspólnej agencji, gdyż oprócz J.S.T. pojawiają się inne podmioty próbujące pełnić wobec PK rolę mocodawców (np. wyborcy, wybierani przywódcy, interesariusze wewnętrzni PK), co oznacza konieczność interakcji, a nawet współdziałania z grupami interesu, które mogą mieć odmienne cele, preferencje.
Wielość relacji agencji	Zgodnie z k.s.h. istnieje dodatkowy szczebel agencji w postaci rady nadzorczej.	W PK oprócz rady nadzorczej występuje dodatkowy szczebel agencji w postaci biura nadzoru właścicielskiego czy audytu wewnętrznego, które również ze swej strony kreują relacje agencji w strukturze PK i poza nim.

Oddziaływanie cyklu wyborczego na pełnomocnika (racjonalność decyzji w krótkim i długim okresie)	Nie występuje problem wyboru horyzontu czasowego przy podejmowaniu decyzji, gdyż zazwyczaj mocodawca nie ma problemu z określeniem celów działalności.	Polityczni mocodawcy mogą mieć trudności z określeniem ex ante pożądanego celu działalności PK. Ponadto przy określeniu celu pojawia się problem oddziaływania cyklu wyborczego na pełnomocnika.
Motywowanie pełnomocnika	Motywowanie pełnomocnika PR winno zawierać bodźce skłaniające go do realizacji strategii firmy (motywy materialne).	Motywowanie pełnomocnika PK jest problemem bardziej skomplikowanym gdyż oprócz realizacji celów mocodawcy należy uwzględnić jeszcze interesy interesariuszy (motywy niematerialne).
Konformistyczna postawa pełnomocnika	W PR rzadko zdarza się sytuacja, w której należałoby chronić pełnomocnika przed działalnością mocodawcy.	W PK ma miejsce sytuacja, w której często należy chronić pełnomocnika przed negatywnym wpływem mocodawcy, wywierającego presję na pełnomocnika. Sytuacja taka ma miejsce w przypadku częstych zmian politycznych mocodawców, co wymusza postawę konformistyczną pełnomocnika.
Przejrzystość (transparence)	PR decydują się na ujawnienie szczegółowych informacji o swojej kondycji, strategii, strukturze własności czy osobach zarządzających i nadzorujących, aby w ten sposób przyciągnąć potencjalnych inwestorów i zaprezentować się jako godny zaufania partner.	PK poddane są dużej presji w kierunku przejrzystości działania. Jednakże nie zawsze przejrzystość przynosi korzyści, gdyż po przekroczeniu optymalnego poziomu dalszy wzrost przejrzystości może dawać negatywne rezultaty, spowodowane wpływem na zewnątrz ważnych informacji, a straty społeczne mogą być wyższe niż w przypadku braku przejrzystości.
Różnorodność problemów agencji wewnątrz przedsiębiorstwa	Mniejsza liczba problemów agencji wewnątrz przedsiębiorstwa sprawia, że nie jest ono narażone na problemy dotyczące tych relacji.	Istotną cechą PK jest różnorodność agencji wewnątrz przedsiębiorstwa, które wymagają opracowania dodatkowych procedur związanych z należytym współdziałaniem pomiędzy wewnętrznymi grupami interesu.

Źródło: L. Kozioł, *Relacje agencji w spółkach kapitałowych sektora publicznego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2008, nr 772, s. 25-30.

Wybór spółki kapitałowej jako formy działalności umożliwia optymalną koordynację celów ekonomicznych i społecznych działalności podmiotów komunalnych. Natomiast w przypadku wyboru pozostałych form nie uzyskuje się takiej możliwości, gdyż zakład budżetowy nie prowadzi pełnego rachunku kosztów, który nie obejmuje amortyzacji³²³.

Zmiany systemowe w Polsce spowodowały, że gospodarka komunalna zaczęła być traktowana jako jedna z działalności gospodarczej, która winna zostać przystosowana do działalności rynkowej. „W przypadku dóbr komunalnych istnieje ścisły związek między produkcją a konsumpcją, dlatego dobra te muszą być jednocześnie wytwarzane i konsumowane, co wpływa również na konieczność posiadania odpowiedniej zdolności produkcyjnej i jej wykorzystanie. Charakteryzuje je także swoista nierównomierność zapotrzebowania, zwłaszcza w wodociągach i kanalizacji, elektroenergetyce,

³²³ Zakład budżetowy realizuje cele społeczne kosztem celów ekonomicznych.

ciepłownictwie czy komunikacji miejskiej” [Grzymała 2011, s. 21].

W sektorze gospodarki komunalnej można zaobserwować postępującą komercjalizację i prywatyzację podstawowych jej branż, dlatego zagadnienie zyskowności tego sektora przybiera na znaczeniu, zwłaszcza w sferze gospodarki odpadami, gospodarki ciepłowniczej czy wodociogowo-kanalizacyjnej.

Zastosowane formy spółek kapitałowych w realizacji zadań J.S.T. spowodowało, iż problematyka funkcjonowania nadzoru korporacyjnego stała się ważkim zagadnieniem. Wyzwaniem przed jakim stanął nadzór korporacyjny w spółkach z udziałem J.S.T. był wzrost efektywności działania i skuteczności zarządzania spółkami oraz skuteczne wykorzystanie praw przysługujących właścicielowi. Temu celowi podporządkowano regulację prawną, w której przyjęto że bezpośredni nadzór nad działalnością każdej spółki z udziałem J.S.T. sprawują rady nadzorcze³²⁴.

W wyniku upowszechnienia się stosowania w gospodarce komunalnej form prowadzenia działalności w formie spółki prawa handlowego pojawił się klasyczny problem agencji i nadzoru właścicielskiego. Czyli „w jaki sposób i w jakim zakresie mocodawca, tj. jednostka samorządu terytorialnego (J.S.T.), może skutecznie monitorować działania pełnomocnika” [Kozioł 2008a, s. 27].

Dodatkowo, ponieważ przedsiębiorstwa z udziałem J.S.T., działające w formie spółki prawa handlowego, realizując zadania gminy działają w otoczeniu, w którym „pojawiają się inne podmioty, próbujące pełnić wobec niego rolę mocodawców występuje tzw. problem wspólnej agencji, oznaczający konieczność współdziałania między grupami interesu, które często mają odmienne preferencje” [Kozioł 2008a, s. 32, Kozioł i Barwacz 2006, s. 379].

J.S.T. tworząc spółki i wstępując do nich, przechodzą stopniowo do rozdzielenia funkcji świadczenia usług publicznych i ich bezpośredniego wykonywania, zajmując pozycje regulatora, samą zaś realizację zlecając innym podmiotom gospodarczym. „Konieczne stało się wprowadzenie odpowiednich zmian instytucjonalnych przedsiębiorstw komunalnych, ze zwróceniem uwagi

³²⁴ Ustawodawca wyszedł z założenia, że w przypadku obejmowania w spółce udziałów przez jednostki samorządu terytorialnego, powołanie organu sprawującego stały nadzór powinno być obowiązkowe, choć w k.s.h. w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością Rada Nadzorcza może, ale nie musi być powołana.

szczególnie na problemy nadzoru korporacyjnego” [Kozioł 2007, s. 33].

Specyfiką nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. jest występowanie aspektu celowości³²⁵ działalności przedsiębiorstwa i jego sformalizowania na podstawie przyszłej wizji i misji³²⁶ oraz aspektu podmiotowego, którym jest J.S.T. „W przypadku spółek komunalnych teoria agencji zakłada, że w zamian za osiągnięcie korzyści kadra zarządzająca zabiega i interes akcjonariuszy, a więc interes właścicieli przedkładany jest przed roszczeniami innych grup” [Kozioł 2008, s. 596].

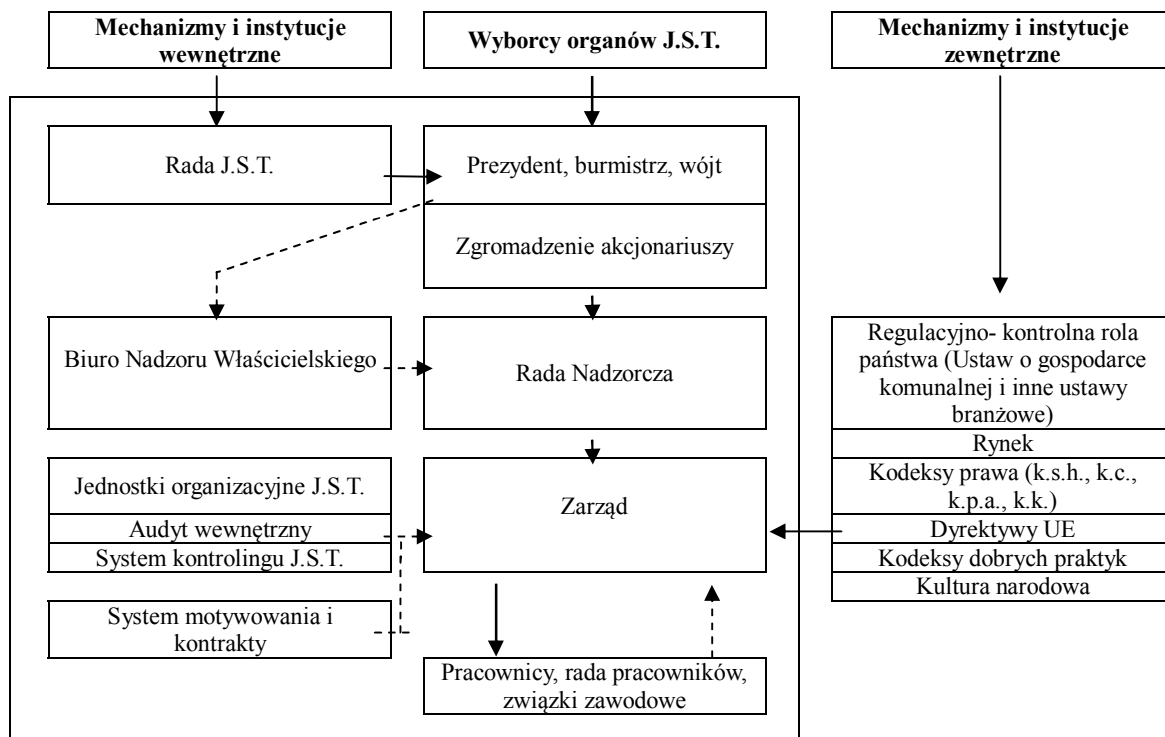
Występujący w przypadku spółek z udziałem J.S.T. problem agencji wiąże się nie tylko z rozbieżnością celów właścicieli i menedżerów działających w ich imieniu, ale też z asymetrią informacji. W sektorze komunalnym „problem agencji występuje z większą ostrością, ponieważ relacja mocodawca - agent występuje zarówno między politykiem (mocodawcą) i administratorem (agentem), jak i między społeczeństwem (mocodawcą) a politykiem (agentem)” [Grzymała 2011, s. 338] – występuje zatem problem podwójnej agencji.

„Występowanie problemu agencji powoduje brak przejrzystości w procesie podejmowania decyzji i rozmycie odpowiedzialności w sektorze publicznym, a trudna wymierność efektów, uniemożliwiająca skonstruowanie syntetycznego miernika oceny skuteczności i efektywności działania organizacji publicznych” [Grzymała 2011, s. 339].

Zagadnienie to przedstawiono na schemacie 27.

³²⁵ W syntetycznym ujęciu określeniu celem byłoby z jednej strony zaspokajanie potrzeb zbiorowych wspólnoty samorządowej, a z drugiej zwiększanie korzyści (zysku) dla mocodawcy (J.S.T.).

³²⁶ W przypadku przedsiębiorstwa komunalnego wiąże się z jego działalnością statutową.



Schemat 27. Układu mechanizmów i instytucji nadzorczych w strukturze organizacji i zarządzania spółki kapitałowej sektora przedsiębiorstw komunalnych z udziałem J.S.T.

Źródło: L. Kozioł, *Wieloaspektowe ujęcie nadzoru korporacyjnego spółek kapitałowych sektora komunalnego*, w: *Zarządzanie rozwojem organizacji w społeczeństwie informacyjnym*, red. A. Stabryła, Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2008, s. 600.

W badaniach funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. należy uwzględnić specyfikę ich funkcjonowania, a mianowicie:

- 1) spółki te, pomimo że są odrębnymi podmiotami mogą liczyć na wsparcie finansowe z budżetu,
- 2) spółki te posiadają monopol na usługi,
- 3) spółki te mogą swobodnie kształtować swoją politykę kadrową,
- 4) w spółkach tych bezpośredni nadzór i kontrolę sprawuje jednoosobowo organ wykonawczy władzy samorządowej,
- 5) „nie ma otwartego i konkurencyjnego naboru członków rad nadzorczych spółek z udziałem J.S.T., a metodyka doboru kandydatów i obsadzanie stanowisk w radach nadzorczych nie opiera się na zasadach jawności i przejrzystości [Walczak 2012, s. 199].

Kolejny problemem występujący w funkcjonowaniu nadzoru korporacyjnego spółek z udziałem jednostek samorządu terytorialnego

„związany jest z trudnością w określeniu zasadniczej misji przedsiębiorstwa - czy ma ona polegać na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, czy też na realizacji polityki społecznej i gospodarczej J.S.T. Właściciel, którym jest samorząd, może starać się zrealizować obydwa cele, które często trudno jest ze sobą pogodzić” [Kozioł i Barwacz 2008, s. 379].

Reasumując, przegląd specyfiki funkcjonowania spółek z udziałem J.S.T. pozwala na dokonanie charakterystyki ogólnej cech spółki komunalnej, którymi są wysoka koncentracja własności, długookresowy horyzont czasowy podejmowanych decyzji, wyłącznie z rynku kontroli oraz bardzo słaba zależność wysokości wynagrodzenia menedżerów spółki od osiągniętych przez nią wyników. Najważniejszymi grupami interesów są pracownicy i mieszkańcy danej gminy, powiatu, województwa. „Spółki te jawią się często, jako niezależne instytucje i choć – paradoksalnie uzależnione od decyzji i wsparcia właścicieli – to mające niską orientację na budowanie wartości dla udziałowców lub akcjonariuszy w długim terminie, a wyników i poziomów przychodów w krótkim okresie” [Trojanowski 2013, s. 252].

Na zakończenie części opisującej teoretyczne założenia funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem jednostek samorządu terytorialnego, wspomnieć należy o występowaniu elementów dysfunkcyjnych. Sprawowanie nadzoru w spółkach komunalnych związane jest z występowaniem przejawów nepotyzmu. Nadzór korporacyjny nie nakłada rzeczywistych obowiązków na rady nadzorcze, co pozwala traktować je, jako ciała dekoracyjne i nie stawiać wysokich wymagań kwalifikacyjnych [Lis i Sterniczuk 2005, s. 88].

Dysfunkcje nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T., dotknęły także łamanie prawa przez członków zarządów i rad nadzorczych w zakresie stosowania zapisów ustawy o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi [Ustawa z 3 marca 2000]³²⁷, zwanej „ustawą kominową”. Zgodnie z art. 4 jedna osoba nie może jednocześnie zasiadać w dwóch radach nadzorczych spółek prawa handlowego, w których udział

³²⁷ Od 22 lutego 2013 Dz. U. z 2013 r., poz 254 (tekst jednolity).

jednostek samorządu terytorialnego przekracza 50% kapitału zakładowego lub 50% liczby akcji. Bez znaczenia był fakt, czy taki przypadek dotyczy rad nadzorczych spółek pozostających w nadzorze właścicielskim tej samej J.S.T. czy też należą one do dwóch różnych samorządów.

Kolejną dysfunkcją jest zawłaszczane przez wąskie grono wybranych „zaufanych beneficjentów” organów nadzoru spółek z udziałem J.S.T.³²⁸. Przysługuje im prawo wyboru członków zarządu, dzięki czemu wąska grupa osób może przejąć praktycznie nieograniczoną i niekontrolowaną władzę nad ogromnym majątkiem i decydować o przepływach pieniężnych. Dlatego proces wyznaczania członków rad nadzorczych spółek z udziałem J.S.T. w praktyce sprowadza się do powołania ludzi, którzy mają legitymizować działania zarządu, związanych z decyzjami dotyczącymi majątku spółki i z transferami środków na konta określonych podmiotów, które niekoniecznie służą budowaniu wartości rynkowej spółki, ale są korzystne dla wyselekcjonowanych interesariuszy³²⁹.

„Zrozumienie rzeczywistych celów oraz prawdziwych motywów działań władz samorządowych w procesach wyznaczania członków rad nadzorczych miejskich spółek, wymaga dokonania diagnozy kolejnych procesów związanych z podejmowaniem decyzji rodzących określone skutki finansowe. Są to czynności prawne, których rezultatem jest zatrudnianie zaufanych pracowników na intratnych stanowiskach, podpisywanie lukratywnych umów z firmami zewnętrznymi, przygotowywanie SIWZ w postępowaniach przetargowych pod z góry upatrzonych beneficjentów (skuteczne eliminowanie konkurencji), dzięki czemu tworzy się niesłychanie silna sieć wzajemnych powiązań, zależności i interesów — zapewniająca osiągnięcie wymiernych korzyści finansowych przez wąski krąg wybranych osób i organizacji.” [Walczak 2013, s. 93].

Przedstawione dysfunkcje mają istotne znaczenie dla funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, zwłaszcza w spółkach realizujących inwestycje infrastrukturalne.

³²⁸ Niejednokrotnie osoby zasiadające w Radach Nadzorczych są zatrudnione na etatach w urzędach, tym samym są podporządkowani organom wykowanwczym J.S.T., co stawia pod znakiem zapytania ich obiektywizm.

³²⁹ Grona beneficjentów, wykreowanego przez systemu powiązań personalnych.

W 2011 roku potrzeby inwestycyjne samorządów, które doprowadziłyby do zbudowania do 2035 roku infrastruktury porównywalnej z obecnie istniejącą w dobrze rozwiniętych miastach Europy Zachodniej, oszacowano w wysokości 1 135 mld zł (w cenach stałych z 2011 roku) [PwC 2012, s. 4].

2. Przedsiębiorstwo, jako instytucja generująca wartość

Zagadnieniem pierwotnym w stosunku do podjęcia tematu wartości przedsiębiorstwa jest kwestia, na jakiej tle należy rozważać teorię przedsiębiorstwa czy za bazę należy uznać nauki o zarządzaniu, czy też ekonomię³³⁰? Definicja, że przedsiębiorstwo „to podmiot maksymalizujący zysk – jest bardzo jednostronna, pomija wiele istotnych spraw” [Gruszecki 2004, s. 44].

Występują trudności w odróżnianiu przedsiębiorstw od „nieprzedsiębiorstw”³³¹. Jeżeli organizacja posiada atrybuty przedsiębiorstwa, z których najważniejszymi są „materialna motywacja powstania i działalności (jest instytucją zarobkującą), posiadanie samodzielności decyzyjnej (w ramach prawa) oraz ponoszenie ryzyka swojej działalności” [Sudoł 2005, s. 6] to wówczas dana organizacja jest przedsiębiorstwem.

Ponadto należy zwrócić uwagę, iż kategoria prawna przedsiębiorstwa, która oznacza jego zdolność do działań prawnych, nie pokrywa się z przedsiębiorstwem rozumianym jako jednostką organizacyjną dysponującą zasobami, posiadającą samodzielność decyzyjną oraz podejmującą ryzyko i ponoszącą konsekwencje swojej działalności³³².

W ramach celu głównego przedsiębiorstwa kierują się różnymi celami szczegółowymi, jednak w takim sformułowaniu pomijane są dwa podstawowe problemy, tj. fakt, iż „organizacje nie mają celów, posiadają je tylko ludzie” oraz

³³⁰ W dominującym nurcie neoklasycznej nie istnieje teoria przedsiębiorstwa, a tylko teoria rynków.

³³¹ Gospodarstwa pomocnicze jednostek budżetowych, agencje, fundacje, konsorcja i inne.

³³² Przykładem jest koncern i holding. Części składowe koncernu spółki-córki i spółki-wnuczki, jako posiadające osobowość prawną, są przedsiębiorstwami pod względem prawnym, natomiast spółka-matka, dysponująca pełnią praw ekonomicznych, jest przedsiębiorstwem pod względem ekonomicznym.

to, że uwzględnianie w celach przedsiębiorstwa interesów tzw. interesariuszy (*stakeholders*) podważa twierdzenie, że przedsiębiorstwu przyświeca tylko jeden cel główny.

W bieżącej dekadzie, w sporze o główny cel przedsiębiorstwa, doszło do syntezy dwóch podejść. Pierwsze opowiadało się za celem, którym jest maksymalizacja wartości dla właściciela. Drugie podejście postulowało ustanowienie strategicznych, obok finansowych celów przedsiębiorstwa. Uwzględnienie wpływu interesariuszy na osiągnięte wyniki finansowe przedsiębiorstwa zostało zdefiniowane jako „teza dysharmonii, głosząca, że koncentracja na potrzebach innych niżli właściciele interesariuszy prowadzi do destrukcji wartości przedsiębiorstwa oraz tezę harmonii (Freemana), zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa rośnie wraz z zaspokajaniem potrzeb wszystkich zainteresowanych stron” [Marcinkowska 2008, s. 36].

Pod koniec XX wieku jako główny cel przedsiębiorstwa akcentowano maksymalizację jego wartości rynkowej. Spowodowało to nastawianie się zarządzania na wzrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa i podporządkowanie tej idei strategii firmy. Takie podejście spowodowało, że głównym celem przedsiębiorstwa stała się maksymalizacja dochodowości kapitału (stopy zwrotu kapitału), zgodnie ze sformułowaniem A. Rappaporta, iż „dochód dla akcjonariuszy pochodzi z otrzymanych dywidend oraz ze wzrostu wartości rynkowej” [Rappaport 1999, s. 4, 5].

Współczesne przedsiębiorstwo stało się jednym z najważniejszych elementów składowych gospodarki, dlatego głównym „zadaniem teorii przedsiębiorstwa jest pokazanie roli regulacyjnej przedsiębiorstw w alokacji zasobów” [Noga 2011, s. 51]. W ujęciu klasycznym celem działalności przedsiębiorstwa jest, osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego. Zysk w działalności przedsiębiorstwa jest „źródłem powiększania kapitałów własnych przedsiębiorstwa, jednym z najważniejszych źródeł rozwoju przedsiębiorstwa i wzrostu jego wartości, przeznaczany na wynagrodzenia właścicieli kapitałów zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa w postaci dywidendy od udziałów i akcji” [Gabrusewicz 2005, s. 203].

Przyjmując, że celem działalności właściciela przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku przedsiębiorstwa w określonym okresie, realizacja tego celu wymaga przyjęcia założenia, że przedsiębiorca zachowuje się optymalnie, tzn. zgodnie z zasadami racjonalności. „Neoklasyczne przedsiębiorstwo jest podmiotem, w którym najważniejsze decyzje operacyjne podejmuje właściciel. Nie występuje zjawisko oddzielenia własności od zarządzania” [Urbanek 2005, s. 20], a założenie to powoduje, iż model ten odbiega od rzeczywistości gospodarczej.

Dodatkowym problemem jest zastosowanie założeń teoretycznych o maksymalizacji zysku i metodach jego osiągnięcia, według koncepcji marginalistycznej zasady ustalania optymalnego poziomu produkcji³³³. W praktyce gospodarczej nie jest możliwe dokonanie oceny wszystkich alternatywnych rozwiązań i wybranie jednego, maksymalizującego zysk³³⁴. Ponadto występuje zjawisko „nieefektywności X”³³⁵ [Lebenstein 1988, s. 7], czyli zjawisko nieoptymalnej alokacji zasobów. Główną myślą przewodnią syntezy „X” jest konflikt interesów między mocodawcą, który mając za cel maksymalizację nadwyżki i mając wysoką skłonność do ryzyka, a agentem, któremu wydaje polecenie, a który za wynagrodzeniem zobowiązuje się do wykonania poleceń i stara się jak najlepiej wykonywać swoje obowiązki, ma przy tym skłonność do minimalizacji ryzyka. Pojawia się problem oportunistyczny, związany z odmienną funkcją celu i niezbędne jest stworzenie takiego systemu bodźców, które skłaniają agentów do działania w interesie mocodawcy.

Za traktowaniem zysku jako celu działalności przedsiębiorstwa przemawiają następujące argumenty: „zysk jest najbardziej ogólnym (o tzw. najszerszym polu recepcji zdarzeń zachodzących w przedsiębiorstwie), trwałym i najsilniejszym motywem kierującym działaniami przedsiębiorstwa” [Noga 2011, s. 115], a inne cele, które przedsiębiorstwo bierze pod uwagę mają zdecydowanie mniejszą wagę.

³³³ Chociażby z tytułu istniejących w przedsiębiorstwie systemów generujących dane, takich jak system rachunkowości, który i tak działa z opóźnieniem.

³³⁴ W praktyce występuje ograniczona racjonalność, zapewniająca osiągnięcie nie optimum, ale poziomu uznanego za satysfakcjonujący.

³³⁵ Efektywność X to de facto utrata efektywności związana z przeciwieństwem funkcji celu mocodawcy i agenta.

Z kolei R. Anthony i J. Galbraith wskazywali, iż maksymalizacja zysku jako cel działalności przedsiębiorstwa nie uwzględnia faktu, że przedsiębiorstwo działa w turbulentnym otoczeniu i nie jest zdolne do rozpoznania wszystkich możliwych wariantów decyzyjnych. W wielkich przedsiębiorstwach zostaje oddzielona kontrola od własności, co pozwala menedżerom tych przedsiębiorstw na znaczną swobodę w wyborze celów³³⁶, a pomimo to w badaniach empirycznych obserwuje się wiele działań, które były sprzeczne z zasadą maksymalizacji zysku³³⁷.

Pomimo przedstawionych argumentów żaden inny cel nie jest w stanie zastąpić uniwersalnego znaczenia kategorii zysku.

Prace H. Simona, wskazały na ograniczoną racjonalność podmiotów gospodarczych i zadowalanie się ich satysfakcjonującym, a nie maksymalnym poziomem zysku. Podobnie A. Thompson³³⁸ i Z. Wiszniewski³³⁹ podważali zasadę maksymalizacji zysku jako celu, jak i T. Gruszecki. Zasada maksymalizacji zysku jako celu działania przedsiębiorstwa współcześnie zachowuje znaczenie poznawcze jako ogólna zasada przedsiębiorczego działania. „Współczesna teoria przedsiębiorstwa stoi na stanowisku, że celem wszelkich decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie jest maksymalizacja jego wartości rynkowej” [Czekaj i Dresler 1996, s. 12].

Według P. Druckera zysk odgrywa służebną rolę w stosunku do trzech innych celów. „Pierwszym jest cel zmierzenia efektywności i solidności wysiłków zarządu, (stanowi test wydajności). Drugim celem jest wygenerowanie takiego zysku, który pokrywa lub przewyższa „koszty utrzymania się w biznesie” [Drucker 1998, s. 63, 93]. Trzecim celem jest zabezpieczenie dopływu kapitału na inwestycje. Celem przedsiębiorstwa nie jest maksymalizacja zysku, ale

³³⁶ Oddzielenie kontroli od własności w przedsiębiorstwie jest podstawą powstania teorii wyjaśniających pojawienie się wielu innych niż zysk celów przedsiębiorstwa.

³³⁷ Zakup przez jedną filię przedsiębiorstwa półproduktów za granicą od innej filii, po cenach znacznie wygórowanych może być przez jednych uznane za przejaw marnotrawstwa, a przez innych za sposób transferu zysku do korzystniejszej strefy podatkowej.

³³⁸ Wg P. Druckera celem było zachowanie płynności, natomiast A. Thompson jako cel działania przedsiębiorstwa identyfikował takie czynniki jak: satysfakcjonujący zysk, maksymalizacja wielkości sprzedaży, udział w rynku, przetrwanie, maksymalizacja użyteczności w stosunku do menedżerów, odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstwa, wzrost przedsiębiorstwa.

³³⁹ Poszerzenie kategorii celów przedsiębiorstwa A. Thompsona o: maksymalizacja wielorakiej funkcji preferencji, maksymalizacja życiowego dochodu menedżerów, preferencje wydatków (np. na wynagrodzenia, inwestycje), realizacja wzrastających poziomów aspiracji.

uzyskanie takiego jego poziomu, który pozwala na przetrwanie i rozwój. Dlatego cel w sferze rentowności mierzy nie maksimum zysku, ale minimum, które musi osiągnąć.

Skomplikowanie systemu zarządzania przedsiębiorstwem oraz rozproszenie praw własności w latach 80-tych XX wieku spowodowały przejmowanie przez menedżerów prawa decyzji zarówno w sprawach bieżących, jak i strategicznych. Pierwiastek własności został zatem rozszczepiony na dwa składniki: „wykorzystanie pożytków” i „dysponowanie nimi” [Cyfert 2004, s. 26].

Zdaniem J.K. Galbraitha gospodarka została opanowana przez nowoczesne przedsiębiorstwa, które nie znajdowały się pod kontrolą właścicieli, lecz menedżerów, określanych przez niego mianem technostruktury. „Celem technostruktury jest budowanie i utrwalanie własnej potęgi. Technostruktura nie kieruje się motywem zysku, lecz stara się zapewnić przedsiębiorstwu ciągłość i bezpieczeństwo działania” [Miroński 2004, s. 18].

Koncepcje menedżerskie powstały w opozycji do wielu twierdzeń szkoły neoklasycznej. „Po pierwsze przedsiębiorstwo nie jest już utożsamiane z jednoosobowym przedsiębiorcą — właścicielem, jest ono raczej koalicją grup podmiotów, które mogą mieć różne cele. Po drugie nie rozpatruje się przedsiębiorstwa jako czarnej skrzynki, uwzględnia się i analizuje relacje między różnymi podmiotami wewnątrz przedsiębiorstwa” [Gołaszewska-Kaczan 2008, s. 20]. Teorie menedżerskie zakładają, że pomimo oddzielenia własności od zarządzania, menedżerowie mają ograniczoną swobodę w osiągnięciu własnych celów. Wspólną cechą menedżerskich teorii jest założenie, że menedżerowie maksymalizują swoje funkcje użyteczności o wielu zmiennych, ale w warunkach ograniczeń pojawiających się w związku z koniecznością uwzględniania interesów „koalicjantów”, tzn. akcjonariuszy, pracowników, banków.

W teoriach menedżerskich akcentowane założenie o posiadaniu władzy przez menedżerów³⁴⁰ wynikają z faktu, iż akcje są jedynie zmaterializowaną

³⁴⁰ Nie będących właścicielami majątku, lecz jedynie dysponentami.

formą tytułu własności do majątku³⁴¹, W rzeczywistości posiadanie akcji oznacza jedynie posiadanie pakietu uprawnień do akcji, a nie do majątku³⁴². Akcjonariusze nie są prawnymi właścicielami aktywów spółki ani nawet zysków, gdyż właścicielem nich, jako osoba prawna, jest de facto spółka. „Oznacza to, że uprawnienia zawarte w papierach wartościowych nie dają ich posiadaczom rzeczywistego prawa własności i władzy, co powoduje, że przedsiębiorstwo staje się niczyją własnością. W wyniku tych procesów alokacja zasobów i dyspozycja kapitału należą wyłącznie do kierownictwa spółki” [Cyfert 2004, s. 26].

Teorie menedżerskie uznając konieczność osiągania zysków, zwracają uwagę, iż przedsiębiorstwa, a dokładniej menedżerowie, którzy podejmują rzeczywiste decyzje, mają także inne cele. „Są oni zainteresowani swoją osobistą satysfakcją, dobrobytem swoich pracowników, dobrem społeczności lokalnej i społeczeństwa jako całości” [Brigham 1996, s. 28].

Według W. J. Baumola, celem działania firmy jest maksymalizacja sprzedaży, poddana warunkowi ograniczającemu w postaci osiągania zysku. Ograniczające działanie zysku widoczne jest w konieczności zapewnienia akcjonariuszom dywidend. W sytuacji, gdy dochody z kapitału obniżą się poniżej ustalonego przez akcjonariuszy poziomu, wówczas domagają się zmiany zarządu, lub „głosują nogami”, wypracowanie odpowiedniego zysku staje się więc niezbędne. „Rosnąca rola menedżerów wynika z faktu, że akcjonariusz nie jest prawnym właścicielem aktywów spółki, ani nawet bieżących zysków przed ich podziałem. Akcjonariusz jest jedynie właścicielem pakietu uprawnień” [Miroński 2004, s. 17]. W modelu Williama J. Baumola celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja przychodów ze sprzedaży, gdyż według tego autora menedżerowie preferują sprzedaż nad zysk³⁴³, a ponadto wskaźnik dynamiki sprzedaży jest istotnym kryterium oceny przedsiębiorstwa przez banki i rynek kapitałowy. Menedżerowie przedkładają projekty, które gwarantują stały wzrost, przy utrzymaniu satysfakcjonującego dla akcjonariuszy poziomu zysku.

³⁴¹ Co oznaczają, że akcjonariusze mają teoretycznie: po pierwsze, prawo, a po drugie, możliwość osiągnięcia korzyści ze współposiadania tegoż majątku.

³⁴² Nabywanie akcji oznacza zakup częściowego udziału w organizacji.

³⁴³ Badania empiryczne wykazują, że wysokość wynagrodzeń menedżerów jest silniej skorelowana z przychodami ze sprzedaży niż ze wskaźnikami rentowności. Zob. P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 26.

Optimum osiągnięte w modelu Baumola oznacza większą sprzedaż, niższe ceny i niższe zyski niż w modelu tradycyjnym. Maksymalizacja sprzedaży w tej koncepcji ma charakter celu długookresowego³⁴⁴.

Z kolei w modelu R. Marris'a celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zrównoważonej stopy wzrostu przedsiębiorstwa. Zdaniem R. Marris'a spółka nie jest własnością członków, jest bowiem „niczyją własnością”, a dyspozycja kapitałem należy do spółki, czyli *de facto* do jej kierownictwa. W modelu tym menedżerowie unikają nadmiernego zadłużenia i niskiej płynności finansowej w obawie przed zagrożeniem bankructwem. Zyski zatrzymane są traktowane jako główne źródło finansowania działalności, a podział osiągniętego zysku uwzględnia satysfakcjonującą akcjonariuszy wielkość dywidendy. Model Marris'a umożliwia realizację długookresowego wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Natomiast według Oliviera Williamsona celem przedsiębiorstwa działającego w formie spółki jest maksymalizacja funkcji użyteczności menedżerów³⁴⁵, czyli osiągnięcia satysfakcji ze zwiększenia władzy oraz inwestycji zwiększających prestiż menedżera³⁴⁶ i inwestycji uznaniowych³⁴⁷, nie zawsze uzasadnionych przez wzrost zysku. O. Williamson wskazał, „że menedżerowie mogą wybierać optymalne kombinacje czynników produkcji, które zapewniają maksymalizację zysków, a następnie absorbować część zysków przez generowanie kosztów zgodnie z własnymi preferencjami” [Urbanek 2005, s. 29].

Akceptacja układu preferencji menedżerów, jako systemu celów przedsiębiorstwa prowadzi do negatywnych efektów, tj. obniża poziom efektywności organizacji oraz wymusza konieczność odejścia od kreowania wartości dla organizacji i koncentrację na układzie celów menedżerów.

³⁴⁴ Utrzymywanie w okresie krótkim sprzedaży na wysokim poziomie, w drugim okresie można prowadzić do wzrostu udziału w rynku i zapewnić osiągnięcie optymalnej skali produkcji.

³⁴⁵ Wynagrodzenia, świadczenia społeczne, władza, prestiż, osiągnięcia zawodowe.

³⁴⁶ Karty kredytowe, luksusowe siedziby, samochody służbowe.

³⁴⁷ Nakłady na prace badawczo-rozwojowe, wejście na nowy rynek, przygotowanie nowego produktu.

Teoria behawioralna³⁴⁸ podważa założenia teorii neoklasycznej³⁴⁹, a uwaga zostaje skoncentrowana na określeniu zasad alokacji wewnątrz przedsiębiorstwa działającego w warunkach niepewności na niedoskonałych rynkach. Teoria ta wprowadza pojęcie ograniczonej racjonalności przedsiębiorstwa, „spowodowanej jego działaniem w warunkach niepewności, dysponowaniem zawsze niepełnymi informacjami oraz występowaniem sprzeczności interesów wewnątrz przedsiębiorstwa (co prowadzi do kompromisów w akceptowaniu celów), a ponadto kierowaniem się jego pracowników nie tylko logiką, ale i emocjami, mówi już nie o zysku maksymalnym, a o zysku zadowalającym, możliwym do zaakceptowania przez akcjonariuszy (udziałowców), którzy mają określony poziom aspiracji co do korzyści ze swoich kapitałów” [Sudoł 2005, s. 9].

W teorii behawioralnej przedsiębiorstwo nie ma jednego uniwersalnego celu, a zysk nie jest celem działalności przedsiębiorstwa, lecz zostaje zastąpiony wiązką celów, która jest ukształtowana w drodze przetargu i osiągnięcia konsensusu przez członków koalicji. „Odejście od maksymalizacji zysku jest ceną, którą płać przedsiębiorstwa za zmniejszenie niepewności” [Miroński 2004, s. 16]. W teorii behawioralnej przedsiębiorcami, czyli osobami, które decydują o tym, co produkować, ile produkować, dla kogo produkować są menedżerowie, natomiast właściciele zainteresowani są tylko zyskiem od zaangażowanego kapitału. Istotną cechą teorii behawioralnej jest to, że nie ma zastosowania koncepcja rozwiązań optymalnych, a jedynie poziom satysfakcjonujący.

Przedsiębiorstwem według koncepcji A.A. Alchiana i H. Demsetza jest „kontraktualna struktura, w której następuje połączenie nakładów różnych czynników produkcji należących do różnych właścicieli” [Urbanek 2005, s. 39]. W przedsiębiorstwie nie ma „żadnego zwierzchnika obdarzonego jakąś mocą czy autorytetem, jest po prostu osoba, która centralizuje wszystkie umowne stosunki w zespole wytwórczym [Miroński 2004, s. 19]. „Osoba” zawiera wszystkie

³⁴⁸ Przedstawiciele H. A. Simon, J. G. March, R. M. Cyert.

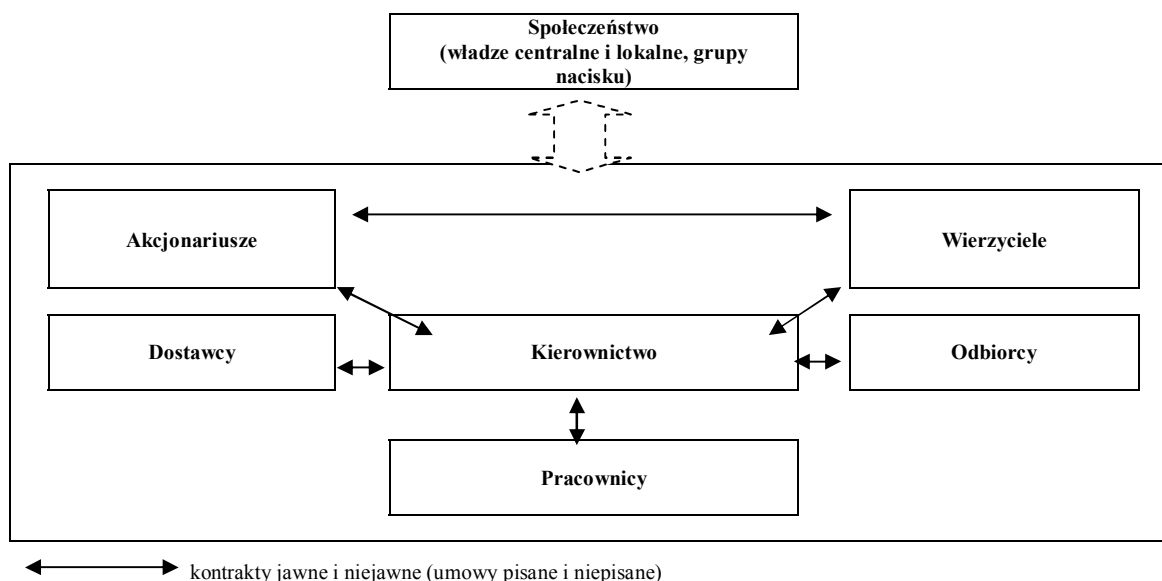
³⁴⁹ Jednoosobowy właściciel i kierownik, nieargumentowana funkcja celu, racjonalne zachowanie przedsiębiorstw, działanie w warunkach pewności.

kontrakty o wykorzystanie nakładów i ma prawo do renegeocjowania wzajemnych kontraktów zawieranych z właścicielami czynników produkcji, niezależnie od kontraktów z innymi właścicielami. „Osoba” ta posiada także prawo do dochodów rezydualnych, które pozostają po opłaceniu wszystkich pierwotnych właścicieli czynników produkcji, zgodnie z zawartymi kontraktami³⁵⁰. Ponadto ma prawo do sprzedaży swojego statusu centralnego kontraktora. W koncepcji A.A. Alchiana i H. Demsetza przedsiębiorstwo jest definiowane jako kontraktowa struktura, w której „występują kooperujące czynniki produkcji, należące do wielu właścicieli, jeden podmiot wspólny dla wszystkich stron posiadający prawo renegeocjowania pojedynczych kontraktów niezależnie od innych oraz podmiot wysuwający rezydualne roszczenia, który ma prawo sprzedaży swojego kontraktowego statutu” [Urbanek 2005, s. 96]. W takim ujęciu stronami kontraktów są głównie interesariusze zaopatrujący przedsiębiorstwo w czynniki produkcji, a najważniejszym zadaniem menedżerów jest koordynacja kontraktów. Akcjonariusz nie jest postrzegany jako właściciel przedsiębiorstwa, ale jako właściciel kapitału finansowego, który jest dostarczany w zamian za rezydualne roszczenia dotyczące nadwyżki finansowej generowanej przez przedsiębiorstwo.

Ponieważ przedsiębiorstwo traktowane jako wiązka kontraktów nie pozwala na opisywanie jego jako monolitu, „bezzasadne stają się pytania o cel przedsiębiorstwa” [Urbanek 2005, s. 96]. Stanowi ono bowiem pewnego rodzaju twór prawny (legal fiction), w którego ramach równowagę pomiędzy sprzecznymi interesami jednostek, nie zawsze związanych bezpośrednio z organizacją, osiąga się poprzez odpowiednie relacje kontraktów (jawne i niejawne).

Zestawienie relacji jawnych i niejawnych kontraktów przedstawiono na schemacie 28.

³⁵⁰ W teorii kontraktualnej nie produktywność zasobu wpływa na wynagrodzenie, ale wynagrodzenie wpływa na produktywność.



Schemat 28. Schemat relacji kontraktów

Źródło: C. Mesjasz, *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, w: *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 62.

O.E. Williamson³⁵¹ uogólnił teorie przedsiębiorstwa, których podstawą jest koncepcja kosztów transakcyjnych³⁵² wprowadzona przez R. Coasea³⁵³. Rynek poprzez działanie mechanizmu cenowego oraz przedsiębiorstwo poprzez kontrolę kierowniczą stanowią alternatywne sposoby koordynacji produkcji, a tam gdzie koszty koordynacji przez ceny są większe niż koszty koordynacji przez przedsiębiorcę, tworzenie przedsiębiorstwa jest uzasadnione ekonomicznie. O. Wiliamson stwierdził, że przedsiębiorstwo w rzeczywistości nie dąży do maksymalizacji zysku, tylko do osiągnięcia zysków zadowolających. Przedsiębiorstwo nie jest poszukiwaniem organizacji optymalnej, a jest wynikiem kompromisu pomiędzy rozbieżnymi celami³⁵⁴. Funkcjonowanie i efektywność przedsiębiorstwa jest uzależnione od sposobu wewnętrznej organizacji, koordynacji i regulacji. Samo przedsiębiorstwo jest traktowane jako wiązka kontraktów, która mając wypracowane relacje, zapewnia osiągnięcie

³⁵¹ Zob. O. E. Williamson, *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, „Journal of Economic Literature” 2000, vol. 38, no. 3, s. 2.

³⁵² „Pytanie o przyczyny istnienia firm” Według tego autora powodem, dla którego uzasadnione jest istnienie przedsiębiorstwa, jest to, że wykorzystywanie mechanizmu cenowego generuje koszty „transakcyjne”, a mechanizm rynkowy nie jest w stanie zapewnić osiągnięcia stanu równowagi w rozumieniu neoklasycznym.

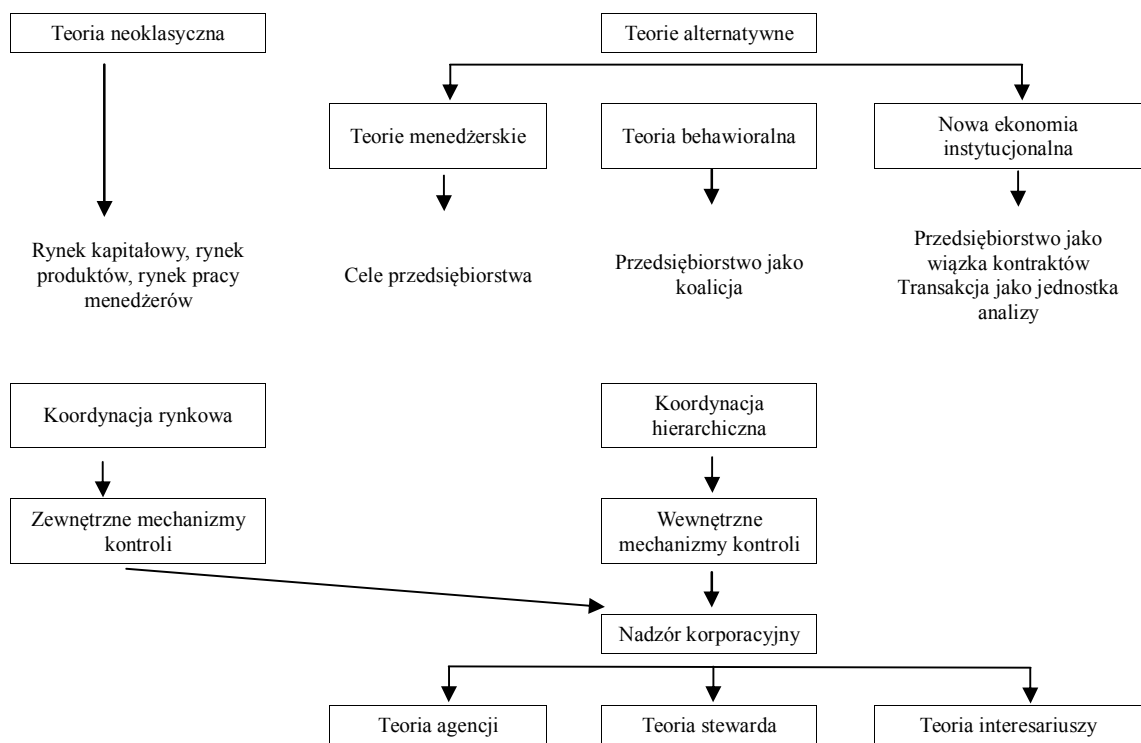
³⁵³ Zob. R. Coase, *The New Institutional Economics*, „American Economic Review” 1998, vol. 88, no. 2, s. 73, 74.

³⁵⁴ Przedsiębiorstwo istnieje dlatego, że poprzez strukturę organizacji i przez organizację wewnętrzną można regulować koszty transakcji. Te same zasoby mogą dać różny koszt poprzez zarządzanie i organizację przedsiębiorstwa.

stanów równowagi. Własność jest traktowana jako prawo do kontroli nad sposobem dysponowania zasobami, odrzucono także założenie o doskonałej informacji, a koncepcja pełnej racjonalności zastąpiono koncepcją ograniczonej racjonalności. Nowa ekonomia instytucjonalna odrzuca maksymalizację zysku jako podstawę zachowań przedsiębiorstwa, podkreślając, że przedsiębiorstwa poszukują zysku, ale nie jest ich celem jego maksymalizowanie.

Kooperacyjna teoria M. Aokiego przyjmuje, że przedsiębiorstwo jest koalicją trzech grup interesów: udziałowców, pracowników i menedżerów, a efektywność przedsiębiorstwa wymaga jednoczesnego respektowania interesów tych trzech grup. Podejmowane decyzje są rezultatem gry kooperacyjnej, a jednostronna kontrola uczestników przedsiębiorstwa przez jedną z grup interesu zostaje zastąpiona przez równowagę interesów.

Połączenie teorii przedsiębiorstwa i teorii nadzoru korporacyjnego zaprezentowano na schemacie 29.



Schemat 29. Powiązanie teorii przedsiębiorstwa i teorii nadzoru korporacyjnego

Źródło: P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenie menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 43.

Nurt nowej ekonomii instytucjonalnej poddano ostrej krytyce, ze względu na fakt, iż koszty transakcyjne są niemierzalne. O.E. Williamson i R. Coase stwierdzili, że koszty transakcyjne nie muszą być precyzyjnie wymierzone, wystarczy bowiem porównać różne systemy zarządzania, żeby stwierdzić, kiedy te koszty są wyższe, a kiedy niższe. Przedsiębiorstwa nie wybierają ex ante struktury organizacji, tylko metodą prób i błędów niwelują najmniej efektywne formy alokacji.

Teorii przedsiębiorstwa (tabela 10) jest o wiele więcej, jednak wymienione główne teorie stanowią łącznik pozwalający na określenie powiązań teorii nadzoru korporacyjnego z teorią przedsiębiorstwa.

Tabela 10. Teorie przedsiębiorstwa

Teoria przedsiębiorstwa oraz elementarne jednostki budowy teorii	Granice instytucjonalne i organizacyjne między przedsiębiorstwem, rynkiem i gospodarstwem domowym	Inspiracje i wyzwania wynikające z badanej teorii przedsiębiorstwa dla autorskiej propozycji
Konsumpcyjna teoria przedsiębiorstwa (H. Demsetz) Specjalizacje konsumentów	Optymalizacja technologicznych możliwości specjalizacji oraz rynkowych możliwości sprzedaży	Historyczną, instytucjonalną i organizacyjną istotę przedsiębiorstwa należy wyprowadzać z gospodarstwa domowego.
Teoria neoklasyczna (L. Walras, A. Cournot, A. Marshall) Funkcje produkcji	Minimalizacja długookresowych przeciętnych kosztów całkowitych	Tworzenie teorii przedsiębiorstwa na solidnych podstawach matematycznych. Agregacja zachowań mikroekonomicznych przedsiębiorstwa ze stanami makroekonomicznymi gospodarki.
Kosztów transakcji (R. Coase) Transakcje	Minimalizacja kosztów transakcji	Dostrzeganie przedsiębiorstwa jako jednego z regulatorów gospodarki, świadomie wybranego i kształtowanego.
Przedsiębiorcza (F. Knight) Osądy (pomysły) i przewidywania	Minimalizacja kosztów niepewności	Teoria przedsiębiorstwa musi uwzględniać indywidualne wizje biznesowe człowieka, jego zdolność do ich kształtowania i korekty.
Innowacyjna (J. Schumpeter) Innowacje	Maksymalizacja korzyści wprowadzania innowacji	Teoria przedsiębiorstwa musi uwzględniać indywidualne zdolności kreacyjne człowieka.
Innowacyjna (J. Schumpeter) Procesy kreowania wynalazków	Minimalizacja kosztów tworzenia wynalazków	Teoria przedsiębiorstwa musi uwzględniać zdolności kreacyjne organizacji.
Agencyjna (M. Jensen, B. Meckling) Jednostki lub grupy ludzkie	Brak granic	Teoria przedsiębiorstwa musi mieć charakter nie tylko „czarnej skrzynki”, lecz także „przejrzystej skrzynki”, dostrzegać asymetrię informacji w przedsiębiorstwie i jej wykorzystywanie przez ludzi.
Kenetha Arrowa Zawodność rynku	Minimalizacja kosztów redukcji zawodności rynku	Teoria przedsiębiorstwa musi eksponować całokształt korzyści ogólnogospodarczych z uzupełnieniami regulacji rynkowej przez przedsiębiorstwo.

Organizacji działań podobnych i komplementarnych (G. Richardson) Koncentrowanie działań	Maksymalizacja korzyści netto planowania	Teoria przedsiębiorstwa musi uwzględniać technologiczne i branżowe determinanty działania przedsiębiorstw.
Kognitywna (H. Simon) Kognitywność (inteligencja)	Rozwój kognitywności człowieka	Teoria przedsiębiorstwa musi uwzględniać ograniczone możliwości racjonalnych zachowań ludzi.
Informacyjna (M. Aoki, I. Nonaka, H. Takeuchi) Informacje i wiedza	Efektywność struktury informacji i wiedzy	Teoria przedsiębiorstwa musi dostrzegać wiedzę jako kluczowy czynnik wytwórczy współczesnej gospodarki.
Kooperacyjna (gier) (J. Nash) Stopnie kooperacyjności	Maksymalizacja korzyści wyboru	Teoria przedsiębiorstwa musi umożliwiać dostrzeganie konsekwencji decyzyjnych jednych przedsiębiorstw dla zachowań innych.
Dominacji (R. Perroux) Władza (siła)	Maksymalizacja władzy	Teoria przedsiębiorstwa musi identyfikować źródła siły i władzy w gospodarce.
Konwencyjna (T. Schelling) Konwencje (umowność, zwyczaje, kultury, wartości, wierzenia, opinie)	Maksymalizacja kosztów transakcji o kosztów preferencji	Teoria przedsiębiorstwa nie może ignorować wpływu umowności, zwyczajów, kultury, wartości, wierzeń, opinii na zachowanie przedsiębiorstwa.
Zasobów i kompetencji (E. Penrose) Specyficzne aktywa	Maksymalizacja korzyści rozwoju specyficznych aktywa	Teoria przedsiębiorstwa musi pokazywać spójność między stroną zasobową (materialno - pieniężną) i stroną informacyjno - regulacyjną działalności przedsiębiorstwa.
Ewolucyjna (R. Nelson, S. Winter) Rutyna	Maksymalizacja korzyści rozwoju rutyny	Teoria przedsiębiorstwa musi dostrzegać w zachowaniu przedsiębiorstw wpływ ich dotychczasowego rozwoju (historię) przez perspektywę.
Finansowa (M. Miller, F. Modigliani) Aktywa i pasywa gospodarcze	Minimalizacja kosztów pozyskania kapitału	Teoria przedsiębiorstwa musi analizować zachowanie przedsiębiorstw jako uczestników różnych, rynków (produktów, inwestycyjnego, pracy, kapitałowego, finansowego, menedżerskiego).
Inwestycyjna (A. Chandler) Inwestycje	Minimalizacja kosztów twórczości inwestycji	ww., a ponadto teoria przedsiębiorstwa musi tłumaczyć znaczenie indywidualności w rozwoju przedsiębiorstw.
Opcji realnych (L. Trigeorgis) Bezpieczeństwo zwrotu z kapitału	Minimalizacja kosztów realizacji zwrotu z kapitału	ww., a ponadto teoria przedsiębiorstwa musi postrzegać przedsiębiorstwo jako sposób na długotrwałe bezpieczeństwo osiągnięcia celów gospodarczych gospodarstw domowych.
Praw własności (A. Alchian, H. Demsetz) Prawa własności	Efektywność systemu rynków	ww., a ponadto teoria przedsiębiorstwa musi wyjaśniać rolę własności w determinowaniu istoty przedsiębiorstwa.
Fordowsko-marxowska (K. Marks, M. Aglietta) Praca	Optymalizacja porozumień między kapitałem a pracą	ww., a ponadto teoria przedsiębiorstwa musi pomagać zrozumieć ewolucję relacji między kapitałem a pracą.
Menedżerskie (R. Marris, W. Baumol, P. Drucker) Uporządkowania w gospodarce	Wartość transakcji	ww., a ponadto teoria przedsiębiorstw nie może pomijać roli profesjonalizacji zarządzania przedsiębiorstwem.
Behawioralna (J. Cyert, J. March) Interesy w gospodarce	Minimalizacja kosztów harmonizacji interesów	Zróznicowanie wewnętrznych i zewnętrznych interesów w przedsiębiorstwach na tyle silnie determinuje ich zachowania, że teorie przedsiębiorstw „czarnoskrzynkowych” i „teamowych” są mocno ograniczone.

Ekologiczna (T. Hannan, J. Freeman) Zdolność przeżycia podmiotów w gospodarce	Maksymalizacja szans przeżycia podmiotów gospodarczych	Teoria przedsiębiorstw musi istotnie „wychodzić” poza przedsiębiorstwa w dużym stopniu uwzględniać otoczenie, w którym przedsiębiorstwo działa i które je determinuje.
Kosztów transakcji specyficznymi aktywami (O. Williamson) Transakcje specyficznymi aktywami	Minimalizacja kosztów transakcji specyficznymi aktywami	Dostrzeżenie przedsiębiorstwa jako najinteligentniejszego regulatora gospodarki, zdolnego do łączenia cech regulacyjnych różnych i instytucji
Niekompletnych kontraktów (O. Hart) Kontrakty	Koszty kontroli niekomplementości kontraktów	Dostrzeżenie, że zachowania przedsiębiorstw są uzależnione od silnie indeterministycznych decyzji kierownictwa przedsiębiorstw.
Kapitału intelektualnego (G. Hamel) Kapitał intelektualny	Efektywność pozyskiwania kapitału intelektualnego	Teoria przedsiębiorstwa musi dostrzegać, że nawet na „błękitnym oceanie” jego fundamenty nie są już tak stabilne, jak chociażby i piasku, nie mówiąc o skale.

Źródło: A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 125, 215.

Z rozwojem teorii przedsiębiorstwa w sposób nierozzerwalny związana jest kwestia dokonywania się na przestrzeni minionego wieku zmian typów własności przedsiębiorstw. Zagadnienie to zaprezentowano w tabel 11.

Tabela 11. Ewolucja typów własności przedsiębiorstw i jej uwarunkowania

Typ własności	Uwarunkowania
Klasyczne przedsiębiorstwo prywatne	Powiązanie własności i zarządzania - kapitalizm przedsiębiorców
Nieklasyczne przedsiębiorstwo	Rozdzielenie własności od zarządzania - kapitalizm menedżerski
Nieklasyczne przedsiębiorstwo prywatne	Rozdzielenie własności od zarządzania, dominacja instytucjonalnych właścicieli przedsiębiorstw - kapitalizm inwestorski
Przedsiębiorstwo pseudoprywatne (<i>quasi-prywatne</i>), przedsiębiorstwo samorządowe, przedsiębiorstwo państwowe	Dominacja państwa lub władz samorządowych w strukturach własnościowych przedsiębiorstw, tworzenie przedsiębiorstw spółdzielczych, powstawanie spółek pracowniczych - kapitalizm państwowo-samorządowy
Nieklasyczne przedsiębiorstwo prywatne	Rozdzielenie własności od zarządzania, upolitycznienie przedsiębiorstw prywatnych, wzrost oddziaływania zewnętrznych interesariuszy przedsiębiorstwa - kapitalizm interesariuszy (<i>gospodarka interesariuszy</i>)
Nieklasyczne przedsiębiorstwo prywatne	Rozdzielenie własności od zarządzania, dominacja korporacji transnarodowych - globalny kapitalizm inwestorski

Źródło: Andrzej Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 96.

3. Pojęcie, koncepcje i pomiar wartości przedsiębiorstwa

„Wartość jest pojęciem kluczowym we wszystkich dyscyplinach nauki ekonomii, a jej znaczenie jest szczególnie widoczne w finansach i rachunkowości, w których kwestie szeroko rozumianej wyceny, czyli szacowania wartości, są niezwykle istotne” [Kariozen 2011, s. 107].

Pod pojęciem wartości rozumiana jest „ilość pieniędzy, którą coś jest warte”. Doprecyzowanie używanego potocznie pojęcia „wartości” dokonał J. Osiatynski, dzieląc wartość na wartość użytkową³⁵⁵, wartość wymienną, cenę towaru oraz wartość naturalną [Osiatynski 1978, s. 36]. Połączenie terminu wartość ze składnikami majątkowymi przedsiębiorstwa stworzyło termin „wartość aktywów”, jako synonim wartości przedsiębiorstwa. Rozwinięcie wyżej wymienionego pojęcia, dokonał A. Jaki oraz R. Machała, co zaprezentowano w tabeli 12 i 13.

Tabela 12. Kategoria wartości w ustawie o rachunkowości

Określenie wartości	Charakterystyka
Wartość godziwa	Kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązania uregulowane w warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami (art. 28, ust. 6)
Wartość początkowa	Cena nabycia lub koszt wytworzenia środka trwałego powiększony o koszty ulepszenia powodującego wzrost jego wartości użytkowej (art. 31, ust. 1)
Wartość księgową netto	Wartość początkowa środka trwałego skorygowana o dotychczas dokonane odpisy amortyzacyjne lub umorzeniowe oraz wynik aktualizacji wyceny (art. 31, ust. 3)
Wartość przeszacowana	Wartość po aktualizacji wyceny środka trwałego (art. 28, ust. 1, p. 1)
Wartość firmy	Różnica pomiędzy ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto (art. 33, ust. 4)
Ujemna wartość firmy	Różnica pomiędzy ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a wyższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto (art. 33, ust. 4)
Wartość podatkowa aktywów	Kwota wpływająca na pomniejszenie podstawy obliczenia podatku dochodowego w przypadku uzyskania z nich, w sposób pośredni lub bezpośredni, korzyści ekonomicznych (art. 37, ust. 2)
Wartość podatkowa pasywów	Wartość księgową pomniejszona o kwoty, które w przyszłości pomniejszą podstawę podatku dochodowego (art. 37, ust. 3)
Wartość w cenie nabycia	Wartość składnika aktywów ustalona według ceny obejmującej kwotę należną sprzedającemu, bez podlegającego odliczeniu podatku od towarów i usług oraz podatku akcyzowego, skorygowana o koszty bezpośrednio związane z zakupem i przystosowaniem do stanu zdatnego do używania lub wprowadzenia do obrotu (art. 28, ust. 2)
Wartość oszacowana	Wartość godziwa nienotowanych papierów wartościowych wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe porównywalnych papierów wartościowych lub wartość wyznaczona w odniesieniu do wartości niematerialnych i prawnych w oparciu o ceny rynkowe takich samych lub podobnych wartości niematerialnych i prawnych (art. 44b, ust. 4)
Wartość bieżąca (zdyskontowana)	Wartość godziwa należności i (lub) zobowiązań wyznaczona z uwzględnieniem zmiany wartości pieniądza w czasie (art. 44b, ust. 4)

Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 27, 28.

³⁵⁵ Funkcja zdolności do zaspokajania potrzeb ludzkich.

Tabela 13. Kategorie wartości

Kategoria	Charakterystyka
Wartość ekonomiczną (Economic Value)	Zdolność aktywów do dostarczenia ich posiadaczowi strumienia wolnych przepływów pieniężnych - generowane w wyniku posiadania i wykorzystywania aktywów lub ich upłynienia.
Wartość w użyciu (Value in Use)	Zaktualizowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych wynikająca z tytułu użytkowania aktywa w przedsiębiorstwie.
Wartość właściciela (Owner Value)	Subiektywna wartość pozbycia się aktywów.
Wartość księgową (Book Value)	Wartość aktywa według, której jest ono wykazywane w bilansie. Dla aktywów podlegających amortyzacji jest to wartość początkowa powiększona o ewentualne nakłady poniesione na ich ulepszenie lub przeszacowana na podstawie odpowiednich przepisów i pomniejszona o dokonane odpisy amortyzacyjne. Dla aktywów niepodlegających amortyzacji to cena nabycia netto lub koszt wytworzenia netto nie wyższe jednak od ceny sprzedaży netto na dzień bilansowy. Wartość księgową odbiega od wartości rynkowej ze względu na wpływ czterech grup czynników tj. wpływu inflacji, wpływu zużycia fizycznego i moralnego aktywów, wpływu kapitału organizacyjnego, innych zmian jak np. różnice w wycenie zapasów.
Wartość odtworzeniowa (Reproduction Value)	Kwota niezbędna do zastąpienia aktywa identycznym co do rodzaju aktywem.
Wartość zamiany (Replacement Value)	Wielkość niezbędna do zastąpienia istniejącego aktywa innym aktywem, które będzie spełniać funkcje aktywa posiadanego obecnie.
Wartość rynkowa (Market Value)	Cena możliwa do uzyskania ze sprzedaży na rynku.
Wartość sprawiedliwa (Fair Value)	Wartość określana podczas swobodnych negocjacji biegłych sądowych.
Wartość inwestycji (Investment Value)	Subiektywna wartość z punktu widzenia konkretnego inwestora, oparta na specyficznych oczekiwaniach dotyczących danej inwestycji.
Wartość nieodłączna (Intrinsic Value)	Wycena oparta na dostępnych dla inwestora faktów.
Wartość likwidacyjna (Liquidation Value)	Wartość, która można uzyskać w wyniku likwidacji lub sprzedaży.
Wartość goodwill (Goodwill Value)	Nadwyżka wartości firmy jako całości nad wartością jej aktywów.
Wartość biznesu w działaniu (Going Concern Value)	Wartość organizacji będąca zbiorem zarówno wartości materialnych, jak i niematerialnych.
Kapitalizacja rynkowa (Market Capitalization Value)	Iloczyn liczby wyemitowanych akcji i ceny rynkowej.
Wartość dla biznesu (Value to the Business)	Miara wartości aktywa oparta na rachunku o ile korzystniej działa firma z racji posiadania tego aktywa.
Wartość szacunkowa (Estimate Value)	Uśredniona wartość oszacowana przez co najmniej dwóch ekspertów w sytuacji, gdy nie ma możliwości ustalenia wartości rynkowej.
Wartość podatkowa (Tax Value)	Podstawa do ustalenia zobowiązań podatkowych właściciela z tytułu posiadania danego aktywa.
Wartość zabezpieczenia (Collateral Value)	Wartość aktywów stanowiących zabezpieczenie zobowiązań właściciela przyjęta przez wierzyciela.

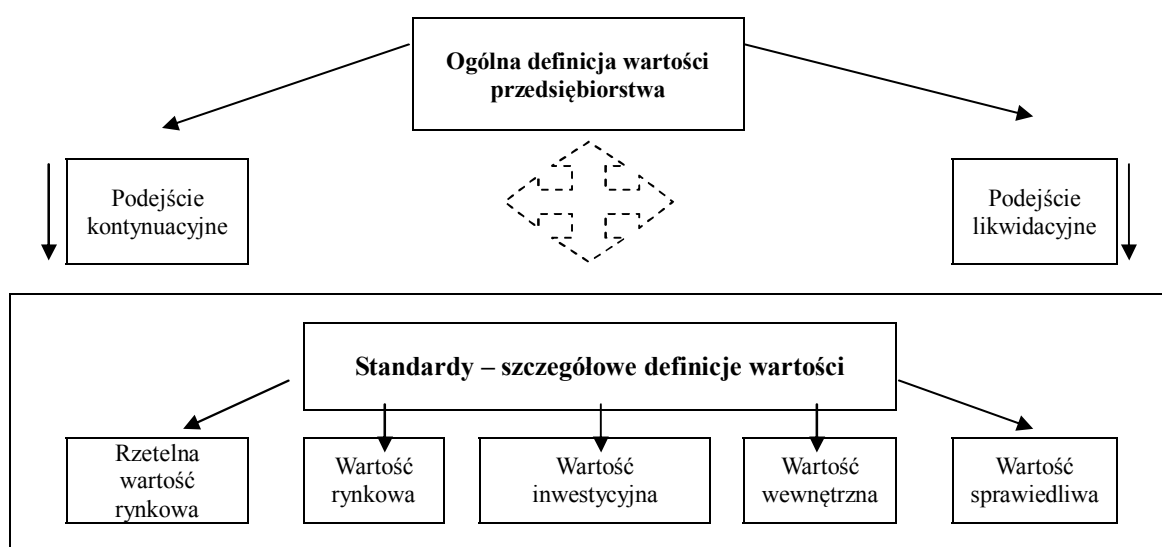
Źródło: R. Machała, *Przejęcia i fuzje. Wpływy na wartość firm*, Unimex, Wrocław 2006, s. 10,11.

A skoro „przedsiębiorstwo jest zbiorem aktywów sfinansowanych przez różne strony (właściciele, banki, obligatariusze, dostawcy), którego zadaniem jest generowanie przy pomocy posiadanych aktywów strumienia dochodów i dodatnich przepływów pieniężnych, to koncepcję wartości przedsiębiorstwa

można oprzeć o wartość posiadanych przez nie aktywów lub o możliwości generowania zysków i dodatnich przepływów pieniężnych (lub o jedno i drugie), a także o inne czynniki” [Machała 2006, s. 10, 11].

M.C. Jensen lansował koncepcję „oświeconej maksymalizacji wartości” (*enlightened value maximization*), która bazuje na teorii interesariuszy, przyjmując jednak, że maksymalizacja wartości firmy w długim terminie jest kryterium podejmowania decyzji wymagających dokonania wyboru pomiędzy żądaniami różnych interesariuszy. Potwierdza to tezę, że nie jest możliwa maksymalizacja wartości w długim okresie, jeśli ignorowane będą istotne grupy zainteresowanych stron [Marcinkowska 2008].

Szerokie spektrum pojęcia wartości przedsiębiorstwa zostało usystematyzowane przez M. Michalskiego, który zidentyfikował pięć standardów wartości przedsiębiorstwa, co przedstawiono na schemacie 30.



Schemat 30. Istota wartości przedsiębiorstwa

Źródło: M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 16.

W skład standardów wartości przedsiębiorstwa wchodzi następujące elementy:

- 1) rzetelna wartość rynkowa, która odzwierciedla „cenę, za jaką w danym momencie dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży pomiędzy wykazującymi chęć do jej zawarcia stronami, podczas gdy żadna z nich nie działa pod wpływem przymusu i każda posiada odpowiednie informacje pozwalające na

podjęcie racjonalnej decyzji co do warunków transakcji” [Michalski 2001, s. 9];

- 2) wartość rynkową, która odzwierciedla „najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, a kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji” [Michalski 2001, s. 9];
- 3) wartość inwestycyjną, która odzwierciedla wartość dla inwestora, która to wartość odpowiada jego indywidualnym preferencjom³⁵⁶;
- 4) wartość wewnętrzną, czyli wartość wynikającą ze zdolności wycenianego waloru do generowania dochodów dla właścicieli³⁵⁷;
- 5) wartość sprawiedliwa, która wiąże się z ochroną interesów akcjonariuszy mniejszościowych³⁵⁸.

Wartość całego przedsiębiorstwa to wartość³⁵⁹, jaką przedstawia przedsiębiorstwo dla wszystkich kapitałodawców. „Wartość ta, pomniejszona o łączne zadłużenie firmy, daje wartość, jaką przedstawia przedsiębiorstwo dla swoich właścicieli, a więc rynkową wartość kapitału własnego” [Machała 2006, s. 13].

Ponieważ przedsiębiorstwa finansują swoją działalność także ze źródeł zewnętrznych, to wartość przedsiębiorstwa stanowi suma wartości zadłużenia (kapitałów obcych) i wartości kapitałów własnych. Wartość przedsiębiorstwa przedstawia wzór [Rappaport 1999, s. 37].

³⁵⁶ Specyficzny inwestor może mieć odmienną ocenę wartości danego przedsiębiorstwa od pozostałych inwestorów na rynku. S.E Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schwaichs wyróżniają cztery takie grupy czynników, tj. różnice w oszacowaniu zdolności do generowania dochodów, różnice w ocenie poziomu ryzyka, różnice w sytuacji podatkowej, możliwe do eksploatacji synergii i ekonomie skali.

³⁵⁷ Wartość wewnętrzną funkcjonujących przedsiębiorstw wyznacza się najczęściej przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych strumieni pieniężnych (DCF). T. Copeland, T. Koller, J. Murrin wskazują, że w ten sposób szacowana wartość wewnętrzną wykazuje silną korelację z długoterminowymi kursami akcji na giełdzie, te zaś są bliskim odpowiednikiem standardu wartości rynkowej.

³⁵⁸ W wypadku gdy przedsiębiorstwo podejmuje jakieś decyzje strategiczne, z którymi akcjonariusze mniejszościowi się nie zgadzają, gdyż sądzą, iż negatywnie wpłyną one na wartość firmy, lecz z uwagi na posiadanie pakietów mniejszościowych nie mają możliwości ich zablokowania, mają prawo do sprzedaży swoich akcji po cenie niezaburzonej przez owe decyzje. Cena taka odzwierciedla zatem standard wartości sprawiedliwej.

³⁵⁹ Wartość rynkowa wszystkich aktywów przedsiębiorstwa, określana jako „wartość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa”.

[wartość przedsiębiorstwa] = [wartość kapitału własnego] + [wartość zadłużenia]

$$\mathbf{WP = WKW + WD}$$

gdzie:

WP - wartość „całego przedsiębiorstwa” z punktu widzenia wszystkich kapitałodawców, rynkowa wartość wszystkich aktywów, wartość działalności operacyjnej (baza kapitałowa),
WKW - wartość firmy z punktu widzenia jej właścicieli, rynkowa wartość kapitału własnego,
WD - rynkowa wartość łącznego zadłużenia.

Każdy składnik kapitałów, wnoszony do przedsiębiorstwa przez inwestorów posiada koszt, który jest konsekwencją oczekiwań inwestorów, co powoduje konieczności wygenerowania dla nich oczekiwanej stopy zwrotu.

4. Funkcje i systematyka pomiaru wartości przedsiębiorstwa

„Szerokie i powszechne wyeksponowanie kategorii wartości przedsiębiorstwa jako kierunkowego wyznacznika systemu zarządzania przedsiębiorstwem i weryfikatora jego efektywności sprawiło, że kategoria ta mieści się także w problematyce nadzoru (ładu) korporacyjnego (corporate governance). Nadzór korporacyjny jest bowiem utożsamiany z nadzorem nad działalnością przedsiębiorstwa sprawowanym przez jego wewnętrznych i zewnętrznych interesariuszy, co wiąże się m.in. z problemem ustalania celów przedsiębiorstwa, stymulowaniem kadry zarządzającej do efektywnej ich realizacji oraz kontrolą uzyskanych wyników. Stąd maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa została przyjęta jako cel władania korporacyjnego oraz podstawa oceny jego efektywności” [Jaki 2012, s. 26].

Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa działającego w formie spółki stanowi cel o charakterze długoterminowym, determinując przyjętą strategię zarządzania przedsiębiorstwem. Strategia dążenia do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa staje się dominującym wyznacznikiem całego systemu zarządzania.

Rachunkowa kategoria wartości przedsiębiorstwa różni się od pojęcia wartości przedsiębiorstwa. Źródłem tak określonej wartości staje się różnica między wartością ekonomiczną przedsiębiorstwa a wartością księgową aktywów

netto. „Podstawowe znaczenie w tak definiowanym procesie tworzenia wartości ma efekt synergii” [Urbanek 2006, s. 44] wynikający z połączenia w całość elementów składowych tworzących przedsiębiorstwo.

Klasyfikacja wartości przedsiębiorstwa ze względu na źródło wyróżnia wartość bilansową, wartość rynkową i wartość dla akcjonariusza³⁶⁰. W tabeli 14 przedstawiono cechy charakteryzujące podstawowe koncepcje wartości przedsiębiorstwa.

Tabela 14. Porównanie koncepcji wartości przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Wartość bilansowa	Wartość rynkowa	Wartość dla akcjonariuszy
Przedmiot wyceny	Kapitał własny: aktywa minus zobowiązania	Kapitał własny jako całość	Wartość przedsiębiorstwa minus zobowiązania
Źródła zasad wyceny	Prawo bilansowe	Rynek	System zarządzania wartością
Parametry wyceny	Wartość historyczna, wartość rynkowa, wartość godziwa poszczególnych aktywów i zobowiązań	Wartość rynkowa akcji	Kapitał całkowity, koszt kapitału, operacyjne przepływy pieniężne, wartość rezydualna
Procedura wyceny	Wartość bilansowa sumy aktywów minus wartość bilansowa sumy zobowiązań	Cena rynkowa akcji pomnożona przez liczbę akcji	Suma dyskontowanych prognozowanych operacyjnych przepływów pieniężnych minus wartość zobowiązań
Odbiorcy informacji	Akcjonariusze, interesariusze	Akcjonariusze	Akcjonariusze, zarząd
Perspektywa brana pod uwagę przy wycenie	Przeszłość i teraźniejszość, przyszłość w ograniczonym zakresie	Teraźniejszość, przyszłość	Przyszłość
Cel	Podjęcie decyzji ekonomicznych w szerokim znaczeniu: inwestycyjnych, kredytowych itp.	Decyzje inwestycyjne	Decyzje inwestycyjne i zarządcze
Treść informacyjna	Korzyści netto inwestora możliwe do uzyskania na dzień wyceny	Bieżąca korzyść inwestora	Przyszłe korzyści inwestora

Źródło: P. Urbanek, *Wynagrodzenie zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 55.

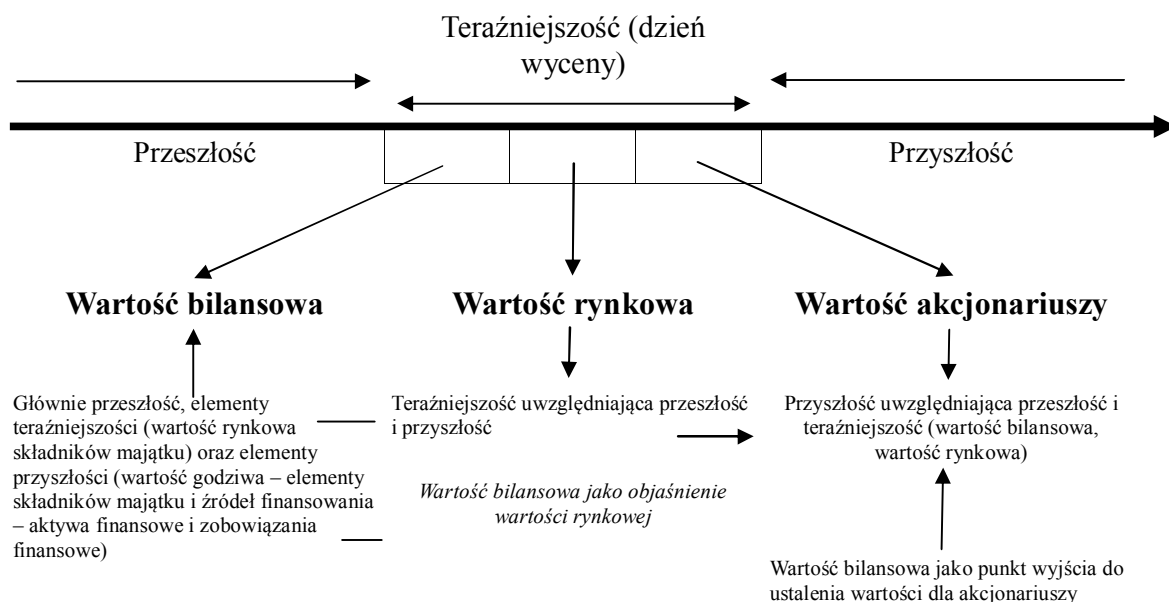
Podstawową wartością z punktu widzenia właściciela lub potencjalnego inwestora jest wartość bilansowa³⁶¹. Wartość bilansowa przedsiębiorstwa zawiera informację o korzyściach netto właściciela kapitału, jakie mógłby on zrealizować w danym dniu, gdyby zażądał zwrotu kapitału. Stanowi ona końcowy rezultat pomiaru zdarzeń i transakcji gospodarczych występujących w podmiocie.

³⁶⁰ Klasyfikacja wg trzech dziedzin dostarczających różnych metod pomiaru: prawa bilansowego, rynku oraz teorii przedsiębiorstwa, a także finansów i zarządzania.

³⁶¹ Wartość bilansowa przedsiębiorstwa jest to wartość majątku przedsiębiorstwa pomniejszona o wartość zobowiązań, czyli jest to wartość aktywów netto, określona jako wartość kapitału własnego.

„Wartość bilansowa przedsiębiorstwa może i powinna być postrzegana jako nośnik wartości dla inwestora, gdyż reprezentuje jego bogactwo, jego przyszłe korzyści będące skutkiem dokonanych w przeszłości inwestycji” [Urbanek 2006, s. 48].

Wartość bilansowa przedsiębiorstwa, wskutek wprowadzenia takich parametrów wyceny, jak wartość rynkowa i wartość godziwa, wykorzystująca w wycenie metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych przybliża się do wartości dla akcjonariuszy. Nie oznacza to jednak konieczności jej zastąpienia, ale rozszerzenia sprawozdawczości o dane pozabilansowe, niezbędne do dokonywania korekt. Powiązania wartości bilansowej i wartości dla właścicieli przedstawiono na schemacie 31.



Schemat 31. Wartość bilansowa i rynkowa przedsiębiorstwa oraz wartość dla właścicieli/akcjonariuszy

Źródło: E. Walińska, P. Urbanek, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa - miara tylko księgową, czy nośnik wartości dla inwestora*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, red. J. Bieliński, Cedetu, Warszawa 2004, s. 175.

Na wartość przedsiębiorstwa składa się suma rynkowej wartości kapitału własnego oraz wartości pożyczonych kapitałów obcych, kapitały własne zaś stanowią wartość właścicieli.

$$[\text{wartość przedsiębiorstwa}] = [\text{wartość dla właścicieli}] + [\text{wartość zadłużenia}]$$

Natomiast wartość przedsiębiorstwa dla właściciela/akcjonariuszy opisuje równanie [Rappaport 1999, s. 38].

$$\text{[wartość dla właścicieli]} = \text{[wartość przedsiębiorstwa]} - \text{[wartość zadłużenia]}$$

Wartość dla akcjonariuszy w ujęciu dynamicznym jest zdeterminowana przez wartość przedsiębiorstwa, na którą składają się dwa podstawowe elementy. Pierwszym jest zaktualizowana wartość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w całym okresie prognozowania - wartość rezydualna, która odzwierciedla zaktualizowaną wartość przedsiębiorstwa w okresie poza horyzontem prognozy

„W celu bardziej precyzyjnej analizy należy uwzględnić dodatkowo trzeci składnik, jakim jest aktualna wartość rynkowych papierów wartościowych będących w posiadaniu przedsiębiorstwa, które mogą być zamienione na gotówkę, a nie są bezpośrednio zaangażowane w podstawową działalność gospodarczą” [Jeżak 2005, s. 10]. Wzór na wartość przedsiębiorstwa otrzymuje wówczas następującą postać [Rappaport 1999, s. 38].

$$\text{[wartość przedsiębiorstwa]} = \text{[aktualna wartość przepływów z działalności operacyjnej]} + \text{[wartość rezydualna]} + \text{[wartość rynkowa papierów wartościowych]}$$

Aktualna wartość *cash flow* z działalności operacyjnej reprezentuje różnicę pomiędzy wpływami i wydatkami gotówki. Wyliczone na podstawie prognoz *cash flow* jest następnie dyskontowanie. Do dyskontowania wykorzystuje się średnio ważony koszt kapitału (WACC).

W kontekście zastosowania koncepcji wartości przedsiębiorstwa dla właściciela/akcjonariusza nastąpiła w ostatniej dekadzie reorientacja celu zarządzania i pojawił się nowy paradygmat. Wartościowe ujęcie stało się istotnym elementem systemów oceny działalności spółek, a podstawowym kryterium decyzyjnym kapitałodawców stało się długookresowe tworzenie i wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Przyjęcie nadrzędnego znaczenia wartości dla właścicieli oznacza przedkładanie interesów właścicieli nad interesy innych grup związanych

z funkcjonowaniem spółki. Pojawiający się w tle domyślny konflikt jest fałszywy, gdyż zarząd kierując się zasadą maksymalizacji wartości, podejmuje decyzje, których skutki kreują także wartość dodaną dla interesariuszy. „Dla wierzycieli oznacza to możliwość odzyskania w terminie udzielonych przedsiębiorstwu pożyczek wraz z odsetkami. Dla pracowników stanowi gwarancję stabilności zatrudnienia, dobrych warunków pracy i otrzymywania wynagrodzeń. Utrzymanie stabilnego strumienia dóbr i usług, otrzymywanego lub dostarczanego przez przedsiębiorstwo, jest również w interesie dostawców i klientów, dla których zmiana kontrahenta może być czynnikiem decydującym o upadłości” [Urbanek 2006, s. 59].

Jednak aby dokonać pomiaru wartości i określić czy jest ona zwiększana należy zastosować odpowiednią metodę. Podstawową klasyfikację metod oszacowania wartości przedsiębiorstwa przedstawiono na schemacie 32.

Metody	Oparte na wycenie aktywów	Metody przeszacowania i oszacowania		Metody wyceny składników materialnych przedsiębiorstwa
		Metoda księgowa		
		Metoda kosztów odtworzeniowych		
		Metoda oparta na wartości upłynnienia		
	Dochodowe	Metody wyceny wielokrotnej		Metody wyceny całego przedsiębiorstwa
		Metody oparte na relacji cen i zysku		
		Metody oparte na dywidendzie		
		Metody oparte na zdyskontowanych strumieniach zysku		
		Metody oparte na dyskontowaniu nadwyżek pieniężnych		
	Metody stosowane w ocenie inwestycji UNIDO (dyskontowanie nakładów i przychodów)			
Mieszane	Metody oparte na wartości netto i goodwill			
	Metoda niemiecka określania goodwill			
	Metoda anglosaska określania goodwill			
	Metoda oparta na aktywach oraz stopie pomnażania wartości			

Schemat 32. Klasyfikacja metod wyceny majątku oraz wartości przedsiębiorstwa

Źródło: L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1996, s. 401.

Szacowanie wartości przedsiębiorstwa, działającego w formie spółki prawa handlowego ma na celu uzyskanie informacji przydatnej dla określonych celów³⁶². Cel szacowania determinuje, jaka procedura znajdzie zastosowanie. W praktyce gospodarczej, przy szacowaniu wartości zastosowanie znajdują metody majątkowe, dochodowe³⁶³ oraz porównawcze.

Biorąc pod uwagę pojawienie się w XXI wieku nowych podejść i stosowanych metod, przedstawiony na schemacie 32 podział należy poszerzyć o klasyfikację D. Zarzeckiego (schemat 33).

Metody wyceny przedsiębiorstw																	
Dochodowe			Majątkowe				Mieszane				Porównawcze		Niekonwencjonalne				
Metoda zdyskontowanych zysków	Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych	Metoda zdyskontowanych dywidend	Metoda wartości likwidacyjnej	Metoda skorygowanych aktywów netto	Metoda wartości odtworzeniowej	Metoda wartości księgowej	Inne metody mieszane	Metoda UEC	Metoda stutgardzka	Metoda nadwyżki zysków	Metoda berlińska	Metoda szwajcarska	Metoda transakcji porównywalnych	Metody mnożnikowe	Inne	Metody z opóźnieniem czasowym	Metody oparte na teorii opcji

Schemat 33. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw

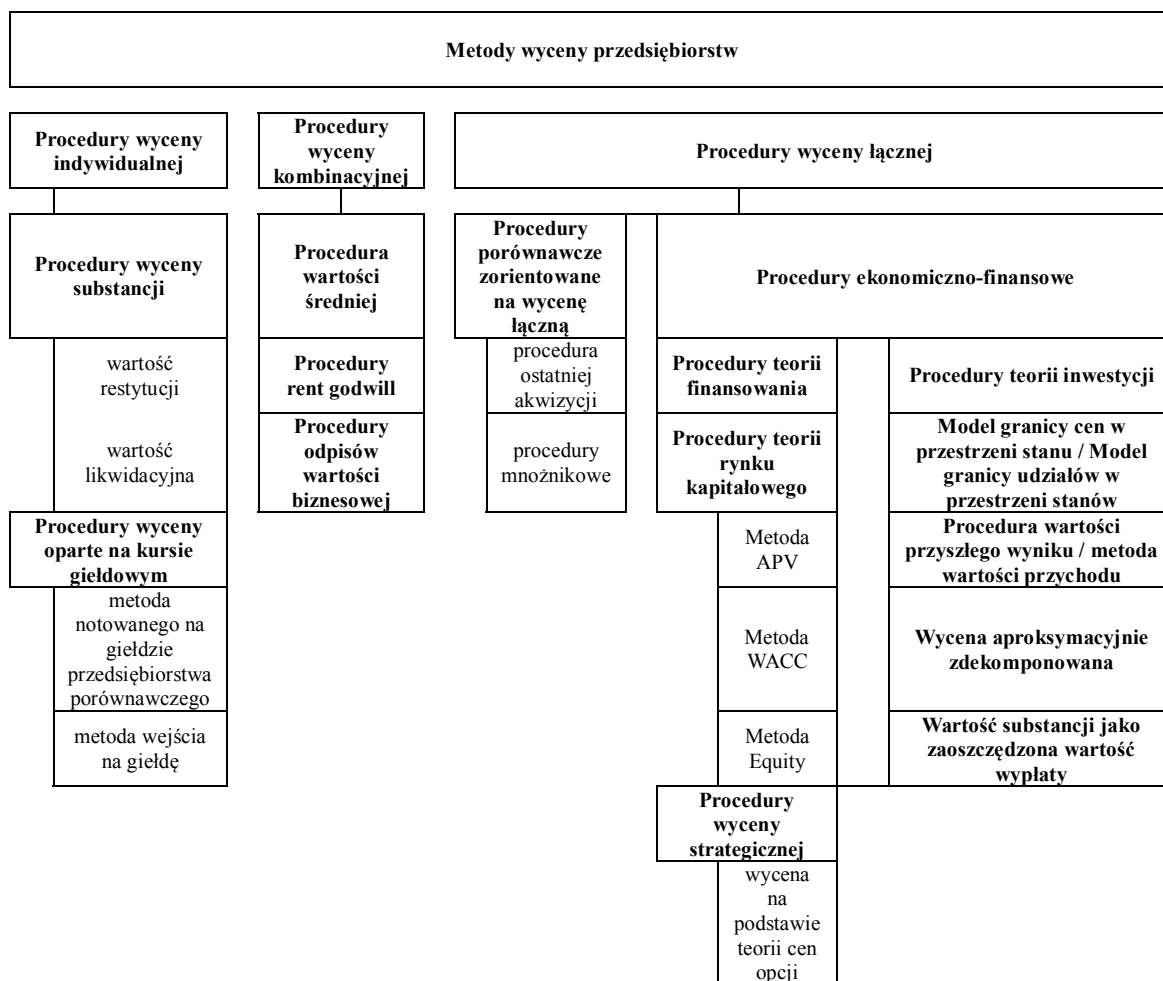
Źródło: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 58.

Ogólnie metody wyceny przedsiębiorstwa koncentrują się na sposobie ustalenia wartości przedsiębiorstwa, abstrahując od celu wyceny. Jednakże, zgodnie z opinią M.J. Matschkego i G. Brösela, cele wyceny odgrywają decydującą rolę w wyborze metody wyceny. „Zorientowane na konkretny cel metody wyceny są w macierzy wyceny przedsiębiorstw przyporządkowane drugiemu krokowi, a mianowicie transformacji danych do poszukiwanej wartości przedsiębiorstwa” [Matschke i Brösel 2011, s. 50].

³⁶² Planowania fuzji i aliansu, przygotowania prospektu emisyjnego do oferty publicznej, dokonania wyceny majątku w procedurach zabezpieczania kredytów oraz poręczeń kredytów, udzielania licencji, wystąpienia upadłości przedsiębiorstwa i podziału majątku spółki.

³⁶³ Wykorzystają trzy różne kategorie dochodu, tj dywidendę, zysk, przepływy pieniężne.

Na schemacie 34 przedstawiono klasyfikację metod według M.J. Matschkego i G. Brösel'a.



Schemat 34. Metody wyceny przedsiębiorstw zorientowane na rzecz, zorientowane na przychód i zorientowane na rynek

Źródło: M. J. Matschke, G. Brösel, *Wycena przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 50.

Szeroki katalog stosowanych metod został usystematyzowany ze względu na przydatność praktyczną przez R. Machała. Przeprowadzona analiza wielokryterialna wykazała tendencje ocen odnoszących się do wzajemnej relacji stosowanych metod. I tak, metody dochodowe zostały uznane za średnio lepsze od innych grup metod, za najgorsze zostały uznane metody porównawcze, za najgorszą zaś metodę uznano opartą o wskaźnik cena do zysku. Mimo osiągniętej wysokiej oceny metod dochodowych wskazano ich podstawową wadę, tj. arbitralny charakter, a także podkreślono, iż są niezwykle wrażliwe na zmiany

przyjętych założeń³⁶⁴, a ponadto wymagają wiedzy o przewidywanej sytuacji przedsiębiorstwa³⁶⁵.

Metody majątkowe opierają się na wycenie składników aktywów przedsiębiorstwa. W tej grupie metod wyróżnia się m. in.: metodę wartości księgowej, metodę skorygowanej wartości księgowej, metodę wartości odtworzeniowej i metodę wartości likwidacyjnej.

Podstawowymi zaletami stosowania metody majątkowej jest fakt, iż stanowi ona jeden z wyjściowych elementów w mieszanych metodach wyceny, a ponadto stanowi miarę rentowności zainwestowanego kapitału i wielkość porównawczą dla wartości dochodowej³⁶⁶.

Ograniczenia, jakie występują przy stosowaniu metody majątkowej, wynikają z faktu, że wartość majątkowa oddaje sumę wartości poszczególnych składników majątkowych, lecz nie uwzględnia powiązań pomiędzy nimi. Ponadto wartość majątkowa jest zorientowana na konieczne do odtworzenia aktywów przedsiębiorstwa nakłady, a nie na możliwe do osiągnięcia dzięki nim korzyści. Na porównawcze wykorzystanie metod majątkowych, zgodnie z opinią A. Rappaporta, wpływ mają wady wykorzystania danych księgowych, tj. zysk jest niepewnym wynikiem ze względu na zróżnicowanie standardów rachunkowości oraz nieuwzględnianie konieczności inwestowania i ignorowanie zmian wartości pieniądza w czasie.

Podstawowymi zaletami metody księgowej jest jej prostota i szybkość uzyskiwania końcowych rezultatów, przez co weryfikacja wartości bilansowej jest możliwa z dnia na dzień. Ponadto w sytuacji, gdy w strukturze majątkowej dominują rzeczowe składniki, nie zaś wartości niematerialne i prawne metoda ta zyskuje przewagę nad metodami dochodowymi, ze względu na generowanie przepływów w oparciu o składniki mierzalne.

³⁶⁴ Sposobem ograniczenia jest stosowanie wycen wieloma metodami z uwzględnieniem procedury 3 stopniowej eliminacji wyników skrajnych lub zastosowanie scenariuszy i przygotowanie wyniku jako średniej z wyników częściowych.

³⁶⁵ A ta leży już w zakresie tajemnicy przedsiębiorstwa. Próby przekroczenia tej bariery nie mogą polegać na prostej ekstrapolacji danych finansowych. Nawet posiadanie planów rzeczowo-finansowych na dany rok obrotowy nie pozwala na określenie przewidywanego stanu przyszłości, a jedynie pozwalają na określenie stopnia odchylenia od danych założonych po upływie roku.

³⁶⁶ W przypadku jednostek rentownych reprezentuje dolną granicę wartości przedsiębiorstw.

Wzór na wartość przedsiębiorstwa szacowaną metodą aktywów netto ma następującą postać.

$$W_P = A - K_O$$

gdzie:

W_P - wartość przedsiębiorstwa,
 A - wartość aktywów ogółem,
 K_O - wartość kapitałów obcych.

Metoda skorygowanych aktywów netto jest w stosunku do aktywów netto uznawana za znacznie bardziej wiarygodną. Jej stosowanie wymaga jednak uwzględnienia zaangażowania w proces wyceny rzeczoznawców majątkowych. Metoda ta jest pracochłonna i wymaga wprowadzania korekt.

Wartość przedsiębiorstwa szacowaną metodą skorygowanych aktywów netto przedstawiono na poniższym wzorze.

$$W_P = (A \pm K_A) - (K_O \pm K_{KO})$$

gdzie:

W_P - wartość przedsiębiorstwa,
 A - wartość aktywów ogółem,
 K_A - korekta wartości bilansowej aktywów,
 K_O - wartość kapitałów obcych,
 K_{KO} - korekta wartości kapitałów obcych.

Metoda odtworzeniowa ustala wartość bieżącą majątku poprzez określenie jego potencjalnej wartości w stanie nowym i uwzględnienie stopnia zużycia. Metoda ta koryguje wartość księgową aktywów pod względem inflacji, zużycia technicznego, funkcjonalnego i ekonomicznego³⁶⁷. Wartość przedsiębiorstwa szacowaną metodą odtworzeniową przedstawiono na poniższym wzorze.

$$W_{od} = \sum W_{pi} * (1 - S_i / 100\%)$$

gdzie:

W_{od} - wartość odtworzeniowa składnika majątkowego,
 W_{pi} - wartość rynkowa nowego składnika majątkowego,
 S_i - sumaryczny stopień zużycia (technicznego, funkcjonalnego, ekonomicznego).

³⁶⁷ W wielu opracowaniach rzeczoznawców ds. wycen ruchomych składników majątkowych spotkać można pojęcie zużycia moralnego / zużycia funkcjonalnego. Szczególnym przykładem składników majątkowych podlegających bardzo szybkiemu procesowi deprecjacji (utrata) wartości na skutek postępu technicznego są komputery i urządzenia peryferyjne.

Metoda likwidacyjna (upłynnienia) jest stosowana do aktywów, których dalsza eksploatacja przez właściciela nie jest planowana. Metoda ta określa najbardziej prawdopodobną wartość składnika majątkowego, czyli cenę za jaką może zostać sprzedany³⁶⁸. Przy szacowaniu wartości z zastosowaniem metody likwidacyjnej wykorzystywany jest wzór Vilcoxa-Gamblera, który przedstawiono na poniższym wzorze.

$$\text{Wartość likwidacyjna} = \text{gotówka} + \text{papiery wartościowe, które można upłynnić} + 70\% \text{ wartości księgowej zapasów i należności} + 50\% \text{ wartości księgowej innych aktywów} - \text{zobowiązania krótkoterminowe} - \text{zobowiązania długoterminowe}$$

W metodach dochodowych wycena jest przeprowadzana na podstawie oczekiwanej sytuacji dochodowej przedsiębiorstwa i dotyczy całego przedsiębiorstwa, a nie poszczególnych składników jego majątku. Podstawą wyceny są: zdyskontowane przepływy strumienie pieniężne, zyski netto, przychody ze sprzedaży [Copeland, Koller i Murrin 1997]. Metody dochodowe uwzględniają zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku, pomijając wielkość substancji majątkowej i traktując zysk, jako jedyne kryterium efektywności gospodarczej.

Poniżej przedstawiono modele i formuły szacowania wartości dochodowej przedsiębiorstw, stosowane w praktyce, z zachowaniem podziału na punkt widzenia właścicieli oraz dla wszystkich stron finansujących.

Wartość przedsiębiorstwa jest nadwyżką wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad wartością netto jego rzeczowych składników majątkowych. Z tego wypływa wniosek, że ekonomiczne źródło wartości przedsiębiorstwa wynika z efektu synergii. „Efekt synergiczny przedsiębiorstwa przynoszą funkcjonujące razem aktywa, które mają większą wartość od sumy wartości ich poszczególnych składników” [Sokół i Surmacz 2009, s. 53].

³⁶⁸ W zależności od charakteru składnika majątkowego stosuje się różne formuły pozwalające na oszacowanie jego wartości w przypadku, gdy nie można jej w prosty sposób oszacować na bazie cen obiegowych, charakterystycznych dla rynków lokalnych.

Metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) dla wszystkich stron finansujących (FCFF - free cash flow to firm), z uwzględnieniem zastosowania stopy dyskontowej opartej na średnim ważonym koszcie kapitału opisuje poniżej przedstawiony wzór.

$$E = EV - D$$

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{RVF_n}{(1+WACC)^n} + NOA$$

gdzie:

- E - wartość kapitałów własnych [wartość dla właścicieli],
- EV - wartość przedsiębiorstwa [dla wszystkich stron finansujących],
- D - wartość kapitałów obcych oprocentowanych [wartość dla wierzycieli],
- NOA - aktywa nieoperacyjne [niekonieczne do osiągnięcia planowanych przepływów],
- FCF_t - przepływ gotówki generowany przez firmę w okresie t dla wszystkich stron finansujących,
- WACC - średni ważony koszt kapitału,
- RVF_n - wartość rezydualna oparta o przepływy środków.

Formułę obliczeniową dla określenia średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) określa poniżej przedstawiony wzór.

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times k_E + \frac{D}{E+D} \times k_D \times (1 - T)$$

gdzie:

- WACC - średni ważony koszt kapitału,
- k_E - koszt kapitału własnego,
- k_D - koszt kapitału obcego,
- E - wartość rynkowa kapitałów własnych,
- D - wartość rynkowa kapitałów obcych oprocentowanych,
- T - stawka podatku dochodowego.

Z kolei koszt kapitału własnego określa model wyceny aktywów kapitałowych (stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko). Wzór na obliczenie kosztu kapitału własnego przedstawiono poniżej.

$$r_E = r_W + \beta (r_r - r_W)$$

gdzie:

- r_E - koszt kapitału własnego,
- β - współczynnik beta dla akcji spółki, odzwierciedla zmienność cen akcji przedsiębiorstw z danej branży
- r_r - stopa zwrotu z portfela rynkowego,
- r_W - stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka.

Kolejną składową równania FCF odnosi się do określenia wartości rezydualnej, której formułę przedstawiono na poniższym wzorze.

$$RVF_n = \frac{E(FCF_n) \times (1 + g)}{WACC - g}$$

gdzie:

RVF_n - wartość rezydualna po ostatnim okresie prognozy szczegółowej n ,
 $E(FCF_n)$ - znormalizowany wolny przepływ gotówkowy w okresie n ,
 $WACC$ - średni ważony koszt kapitału,
 g - stopa wzrostu przepływu gotówkowego po okresie prognozy szczegółowej.

Drugą metodą znajdującą zastosowanie w procesie szacowania wartości przedsiębiorstwa jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (FCFE – free cash flow to equity) z uwzględnieniem zastosowania stopy dyskontowej opartej na koszcie kapitału własnego, której algorytm przedstawiono na poniższym wzorze.

$$EV = E + D$$

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{RVF_n}{(1+K_e)^n} + NOA$$

gdzie:

E - wartość kapitałów własnych [wartość dla właścicieli],
 NOA - aktywa nieoperacyjne [niekonieczne do osiągnięcia planowanych przepływów, np. akcje długoterminowe],
 $FCFE_t$ - przepływ gotówki generowany przez firmę w okresie t dla właścicieli,
 K_e - koszt kapitału własnego,
 RVF_n - wartość rezydualna oparta o przepływy środków skierowany do właścicieli.

Trzecią metodą jest metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV – adjusted present value), z uwzględnieniem zastosowania stopy dyskontowej opartej na koszcie kapitału, spółki niezadłużonej, której formułę przedstawiono na poniższym wzorze.

$$E = APV - D$$

$$APV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+K_u)^t} + \frac{ITS_t}{(1+K_u)^t} + NOA$$

gdzie:

APV - skorygowana wartość bieżąca
 NOA - aktywa nieoperacyjne [niekonieczne do osiągnięcia planowanych przepływów, np. akcje długoterminowe],
 FCF_t - przepływ gotówki generowany przez firmę w okresie t dla wszystkich stron finansujących,
 K_u - koszt kapitału niezadłużonej,
 ITS_t - wartość tarczy podatkowej w okresie t .

Koszt kapitału spółki niezadłużonej określa poniższy wzór.

$$K_u = \frac{D - V_{\text{txa}}}{D - V_{\text{txa}} + E} \times k_d + \frac{E}{D - V_{\text{txa}} + E} \times k_e$$

gdzie:

- K_u - koszt kapitału spółki niezadłużonej,
- k_c - koszt kapitału własnego,
- k_d - koszt obcego,
- E - wartość rynkowa kapitałów własnych,
- D - wartość rynkowa kapitałów obcych,
- V_{txa} - wartość tarczy podatkowej w okresie t .

Metody mieszane akcentują potrzebę uwzględnienia w procesie szacowania wartości zarówno aspektu majątkowego, jak i dochodowego³⁶⁹. Koncepcja zastosowania metod mieszanych opiera się na założeniu, że dochody przedsiębiorstwa są generowane dzięki zainwestowanemu kapitałowi w postaci majątku firmy oraz wielkości niematerialnej (reputacji). Określenie różnicy pomiędzy wartością księgową i wartością rynkową przedsiębiorstwa pozwala na wycenę kapitału intelektualnego.

Do najczęściej stosowanych mieszanych metod wyceny przedsiębiorstw zaliczane są metoda niemiecka i metoda szwajcarska. Reprezentują one grupę tzw. metod średniej wartości. Metoda niemiecka³⁷⁰ bazuje na założeniu, że wartość firmy jest sumą wartości majątku przedsiębiorstwa i wartości jego reputacji, przy czym wartość reputacji jest określona jako połowa różnicy pomiędzy wartością jego majątku i jego wartością dochodową. Zakłada się, że na wartość przedsiębiorstwa w jednakowym stopniu wpływają te czynniki, które kształtują rzeczową stronę procesu produkcji, jak i zdolność przedsiębiorstwa do generowania przychodów³⁷¹.

W przypadku drugiej metody tj. metody szwajcarskiej wartość przedsiębiorstwa jest traktowana nie jako średnia arytmetyczna, lecz jako średnia ważona wartości majątku i wartości dochodowej³⁷².

³⁶⁹ Mają one zastosowanie tam, gdzie możliwości planowania strategicznego są ograniczone przez wpływ wysokiej stopy inflacji, recesję, brak wielu segmentów rynku, niedoskonałość infrastruktury finansowej.

³⁷⁰ Znana również pod nazwą metody Schmalenbacha lub metody berlińskiej.

³⁷¹ Metoda ta z założenia jest przeznaczona dla przedsiębiorstw o wysokiej rentowności, dla których wartość dochodowa jest większa od wartości majątkowej.

³⁷² Wartość dochodowa posiada dwukrotnie większą wagę.

Stosowane w metodach mieszanych wzory na szacowanie wartości przedsiębiorstwa zaprezentowano poniżej.

Metoda niemiecka

$$VE = (VM + VD)/2$$

gdzie:

VE – wartość oszacowana metodą niemiecką
VM – wartość oszacowana metodą majątkową
VD – wartość oszacowana metodą dochodową

Metoda szwajcarska

$$VE = ((VM + (2*VD))/3)$$

gdzie:

VE – wartość oszacowana metodą szwajcarską
VM – wartość oszacowana metodą majątkową
VD – wartość oszacowana metodą dochodową

W metodach porównawczych podstawową zasadą wyceny przedsiębiorstwa jest tzw. prawo ceny (Law of the Price) według którego te same aktywa powinny być sprzedawane po identycznych cenach. Zgodnie z tą zasadą należy znaleźć porównywalne przedsiębiorstwa i dokonać ich wyceny na podstawie informacji o zawartych transakcjach kupna. Wartość przedsiębiorstwa określana jest na podstawie dwóch parametrów: wskaźnika wartości spółki (mnożnik rynkowy) i zmiennej finansowej, z której ta wartość wynika stanowiącej tzw. bazę wyceny. Najczęściej występujące mnożniki to:

1. P/E (wartość przedsiębiorstwa do zysku netto),
2. P/BV (price to book value - wartość przedsiębiorstwa do wartości księgowej³⁷³).

5. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM)

Przeobrażenia w systemach zarządzania przedsiębiorstwami, jakie nastąpiły pod koniec XX wieku wyeksponowały kategorię wartości przedsiębiorstwa jako podstawę określania głównego celu finansowego oraz „miernika efektywności zarządzania i narzędzia doskonalenia zarządzania strategicznego. Wyrazem tego jest powstanie i rozwój koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa” [Jaki 2012, s. 26]. Zestawienie dwóch podstawowych koncepcji wartości przedsiębiorstwa przedstawia tabela 15.

³⁷³ Wskaźnik ten kształtuje się na różnym poziomie w poszczególnych branżach, odzwierciedlając potencjał wzrostowy i stopę zwrotu z kapitału. W przypadku, gdy korzystanie z wartości księgowej może zniekształcić wycenę, obliczenia można oprzeć na koszcie wymiany aktywów – współczynnik wartości firmy do kosztu wymiany określa się jako współczynnik Q Tobina.

Tabela 15. Koncepcje i rodzaje wartości przedsiębiorstwa

Koncepcja wartości	Charakterystyka	Rodzaj wartości
Wartość majątkowa (<i>asset based value</i>)	Wartość uwzględniająca wartość składników majątku przedsiębiorstwa oraz jego strukturę kapitałową. Koncepcyjnie oparta na kategorii wartości aktywów netto, czyli aktywów pomniejszonych o zobowiązania	<ul style="list-style-type: none"> • wartość księgową • wartość księgową skorygowaną • wartość odtworzenia • wartość upłynienia (likwidacyjna)
Wartość dochodowa (<i>income based value</i>)	Wartość oparta na kategorii wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa jako formy inwestycji generującej korzyści finansowe	<ul style="list-style-type: none"> • wartość dla akcjonariuszy (<i>shareholder value</i>) • wartość dla wszystkich stron finansujących (<i>value of invested capital</i>) • wartość dla interesariuszy (<i>stakeholder value</i>)

Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 31.

Kategoria wartości przedsiębiorstwa w minionej dekadzie stała się powszechnie wykorzystywana w procesie formułowania celów, stanowiących wyznacznik podejmowanych decyzji oraz konkretyzację wizji i misji przedsiębiorstwa. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa powiązała systemy zarządzania strategicznego i zarządzania finansami przedsiębiorstwa, integrując cele właścicieli i wynajętych przez nich agentów. „Efektywna maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa staje się możliwa dzięki powiązaniu ze sobą trzech kluczowych jej wyznaczników, a mianowicie: strategii przedsiębiorstwa, sfery jego finansów oraz systemu zarządzania nim” [Jaki 2012, s.104]. W zarządzaniu wartością kluczowe znaczenie uzyskały finansowe rezultaty działalności przedsiębiorstwa, które weryfikują efektywność osiąganego celu, za jaki obecnie uważane jest kreowanie wartości przedsiębiorstwa.

Koncepcja skoncentrowania działań gospodarczych organizacji na wartości przedsiębiorstwa była przyczyną stopniowych zmian w poszczególnych obszarach zarządzania. Wpływ zmian podejścia do kwestii wartości przedstawiono w tabeli 16.

Tabela 16. Prowartościowa ewolucja zarządzania przedsiębiorstwem

Obszar zarządzania	Wyznacznik ewolucji	Częstkowe efekty implikowane przez orientację na wartość
Zarządzanie finansami	Powstanie i rozwój nowego paradygmatu pomiaru efektywności przedsiębiorstwa opartego na ocenie procesów kreowania jego wartości.	Wzrost znaczenia rynkowych mierników efektywności Integracja rynkowych mierników efektywności z miernikami księgowymi i finansowymi - tworzenie przyczynowo-skutkowych modeli służących analizie determinant kreowania wartości przedsiębiorstwa. Włączenie analizy i oceny wartości w system analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa.
	Wyeksponowanie pomnażania wartości jako podstawowego celu przedsiębiorstwa.	Ścisłe podporządkowanie celów cząstkowych wymogowi pomnażania wartości przedsiębiorstwa. Uznanie pomnażania wartości jako celu i kryterium oceny efektywności restrukturyzacji przedsiębiorstwa.
Zarządzanie marketingiem	Redefinicja marketingu i pojawienie się marketingu wartości.	Integracja marketingu z systemem finansowym i finansowymi celami przedsiębiorstw. Wyeksponowanie pomnażania wartości rynkowej przedsiębiorstwa jako domeny marketingu - marketing wartości (value based marketing). Marketing wartości jako proces zarządczy ukierunkowany na maksymalizację zwrotów dla udziałowców przedsiębiorstwa.
	Redefinicja kształtowania łańcucha wartości.	Dostrzeganie w kliencie aktywnego kreatora wartości przedsiębiorstwa, a nie tylko biernego odbiorcę jego oferty - koncepcja marketingu holistycznego. Klient, a nie zasoby i kluczowe kompetencje, jako punkt wyjścia do nowoczesnego łańcucha budowania wartości.
Zarządzanie produkcją	Powstanie i rozwój systemów produkcyjnych opartych na technologiach informatycznych.	Rozwój i upowszechnienie zintegrowanych, komputerowo systemów produkcyjnych (CM). Klientyzacja produkcji - masowe oferowanie klientom, zindywidualizowanych pod kątem ich potrzeb, produktów. Rozwój elastycznych: systemów produkcyjnych. E-biznes.
	Wirtualizacja działalności przedsiębiorstwa.	Możliwość integracji zasobów gospodarczych rozproszonych po całym świecie. Komplementarność zasobów odrębnych przedsiębiorstw. Koncentracja na kluczowych funkcjach wytwarzania Intelektualizacja procesów produkcyjnych.
Zarządzanie logistyką	Nowe możliwości optymalizacji łańcuchów logistycznych jako skutek procesów globalizacji oraz rozwoju technologii informatycznych.	Powstanie i rozwój koncepcji eurologistyki oraz logistyki globalnej. Powstawanie koncepcji Zarządzania Łańcuchem Dostaw (Supply Chain Management - SCM) jako elementu rozwoju e-biznesu. Standaryzacja i normalizacja procesów.
	Rozwój logistyki jako koncepcji systemowego, zintegrowanego zarządzania procesami fizycznego przepływu produktów.	Powstawanie i rozwój działalności profesjonalnych podmiotów świadczących kompleksowe usługi logistyczne. Powiązanie logistyki z nowymi koncepcjami zarządzania produkcją i zarządzania marketingiem.
	Logistyka jako narzędzie realizacji celów przedsiębiorstwa.	Oddziaływanie środków sfery logistyki na poziom wyniku operacyjnego. Wpływ organizacji procesów logistycznych na produktywność majątku przedsiębiorstwa. Podporządkowanie logistyki strategii przedsiębiorstwa.
Zarządzanie zasobami ludzkimi	Powstanie i rozwój koncepcji zarządzania wiedzą.	Uznanie wiedzy jako przedmiotu zarządzania, unikalnego zasobu gospodarczego, produktu rynkowego oraz kreatora wartości przedsiębiorstwa. Organizacje oparte na wiedzy - wiedza jako podstawowy zasób gospodarczy przedsiębiorstwa. Kapitał intelektualny -intelektualizacja procesów gospodarczych i przedsiębiorczość intelektualna. Rozwój koncepcji pomiaru i oceny efektywności kapitału ludzkiego i kapitału intelektualnego.

	Postępująca elastyczność rynku pracy.	Praca tymczasowa. Leasing; personelu. Telepraca . Elastyczność czasu pracy, wynagrodzeń oraz zakresu realizowanych przez pracownika funkcji.
	Powstanie i rozwój systemów motywacyjnych powiązanych z kreowaniem wartości.	Systemy motywacyjne oparte na partycypacji we własności przedsiębiorstwa. Systemy motywacyjne; oparte na wykorzystaniu mierników kreowania wartości.

Źródło: A. Jaki, *Orientacja na wartość w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” 2011, Nr 9.

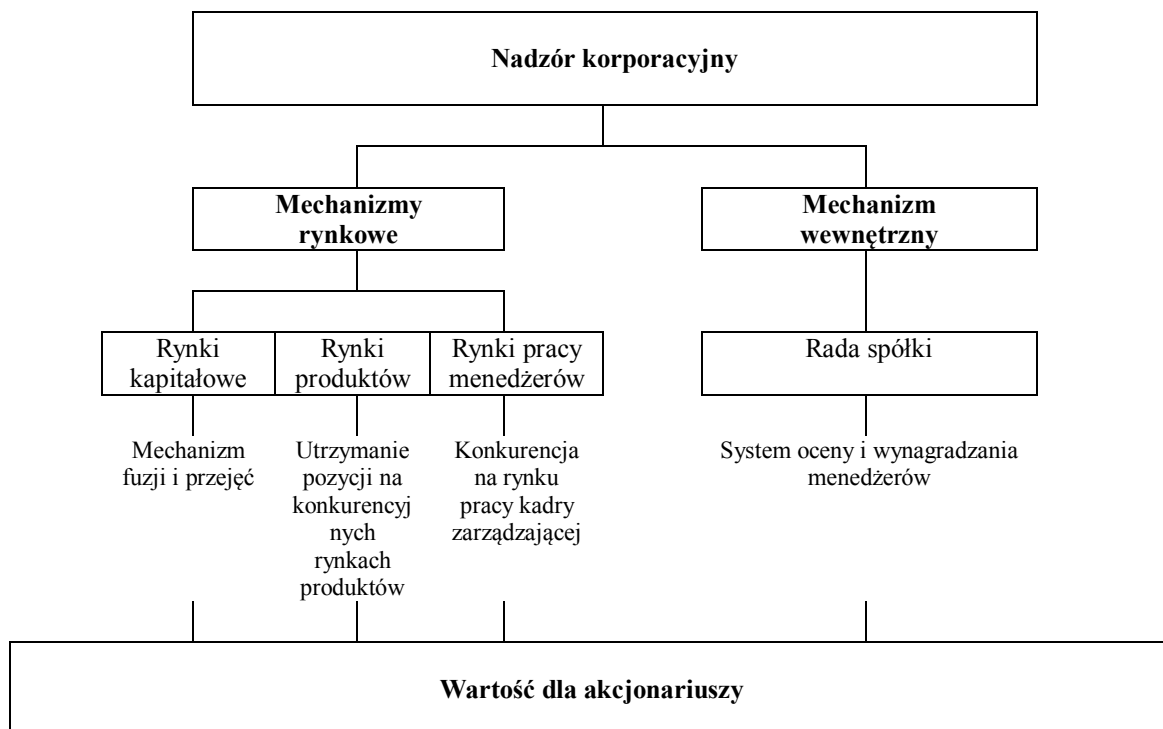
Nadzór korporacyjny i kreowanie wartości przedsiębiorstwa związane jest z działaniem mechanizmów nadzoru korporacyjnego. W systemie dualistycznym³⁷⁴ nieuwzględnianie potrzeby zwiększania wartości przedsiębiorstwa prowadziło, w wyniku działania rynku kapitałowego, do przejęci lub problemów z pozyskaniem kapitału. Sytuacja uległa zmianie, gdy za cel działalności przedsiębiorstw uznano jego wartość. Pojawiła się koncepcja wdrożenia i zastosowania VBM (Value Based Management), czyli tworzenia, mierzenia i zarządzania wartością przedsiębiorstwa. „W przypadku wyboru wartości dla akcjonariuszy jako nadrzędnego kryterium oceny każda decyzja powodująca destrukcję wartości ma natychmiastowe odzwierciedlenie w przyjętym mierniku oceny” [Urbanek 2006, s. 60].

Problemem związanym z funkcjonowaniem koncepcji VBM jest zorientowanie na niepewną przyszłość, co wymaga powiązania informacyjnego właściciela i menedżera³⁷⁵. Zaletą koncepcji VBM jest fakt, iż spowodowała ona stopniową zmianę perspektywy, z szeroko pojętego celu działalności przedsiębiorstwa, na orientację na wzrost wartości. VBM powracając do korzeni corporate governance, stało „się znaczącym komponentem systemu nadzoru korporacyjnego, przez działania koncentrujące się na zapobieganiu kryzysom, a nie zarządzaniu kryzysowym” [Urbanek 2006, s. 61].

Schemat powiązania koncepcji wartości dla właściciela z systemem nadzoru korporacyjnego przedstawiono na schemacie 35.

³⁷⁴ W systemie mistycznym natomiast najważniejszym instrumentem jest system ocen i wynagradzania menedżerów.

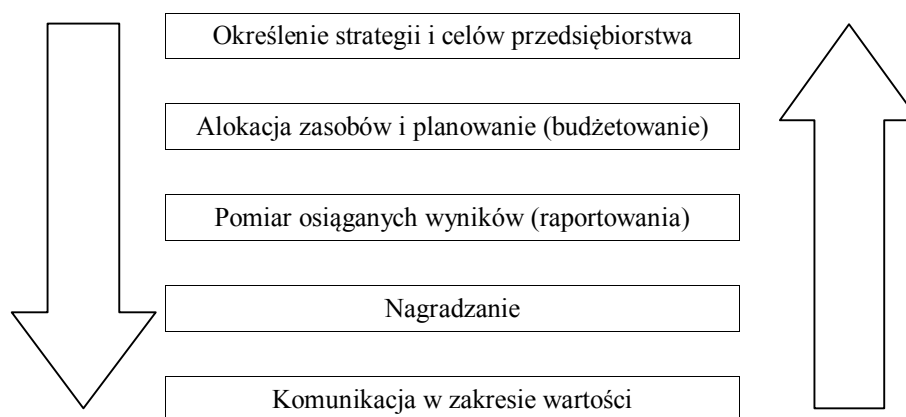
³⁷⁵ Podjęte zaplanowane i zaakceptowane działania stanowią potencjał zwiększenia wartości, o określonym stopniu prawdopodobieństwa.



Schemat 35. Wartość dla akcjonariuszy a nadzór korporacyjny

Źródło: P. Urbanek, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 61.

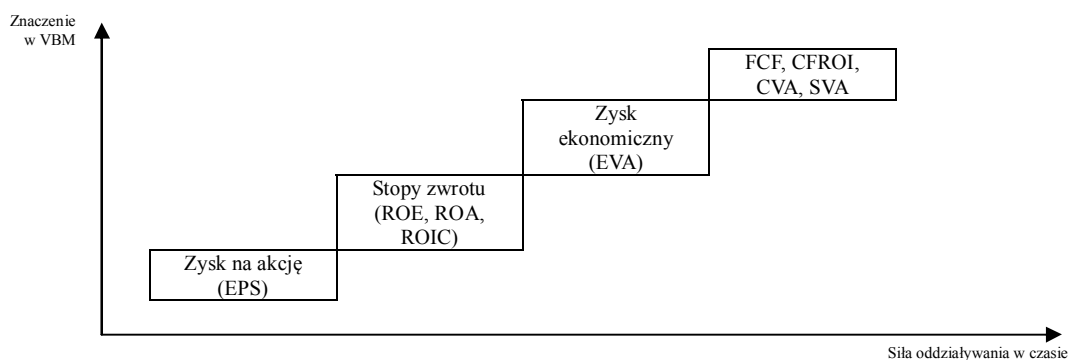
Rozpoczynając od wytworzenia wartości dla klientów przedsiębiorstwo działające w formie spółki jest zobligowane do dopilnowania, aby to, co zostało osiągnięte, nie zostało stracone. Działania przedsiębiorstwa nastawione na wzrost wartości przedstawiono na schemacie 36.



Schemat 36. Pięć zasadniczych procesów budowania wartości dla właściciela

Źródło: J. Jeżak, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 17.

Koncepcja kreowania wartości dla akcjonariuszy stanowi de facto miernik szeroko rozumianej efektywności przedsiębiorstwa, co wynika z faktu, iż każde działanie kreuje wartość tak długo, jak długo przychody z zainwestowanego kapitału przewyższają koszty. „Maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy jest siłą, która wyjmuje niewidzialną rękę rynku z kieszeni Adama Smitha i karze jej kierować zasoby tam, gdzie znajdują najbardziej efektywne i wartościowe zastosowanie” [Ehrbar 2000, s. 13]. Pomiar kreowania wartości wymagał stworzenia miernika służącego ocenie kreowania lub niszczenia wartości. Na schemacie 37 przedstawiono zestawienie wskaźników wykorzystywanych w minionej dekadzie dla realizacji tego celu.



Schemat 37. Zależność pomiędzy poszczególnymi grupami wskaźników wartości

Źródło G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007, s. 25.

Przedsiębiorstwa działające w formie spółek w liberalnej gospodarce anglosaskiego obszaru kulturowego stały się organizacjami nastawionymi na maksymalizację wartości dla jego właścicieli, w których podstawowym miernikiem sukcesu jest wzrost ceny akcji oraz wysokość płaconej dywidendy. Wzrost skali oddziaływania inwestorów instytucjonalnych i ich wpływ na rynek kapitałowy sprawił, że pojawiła się sytuacja określana mianem „dyktatury akcjonariuszy”. „Menedżerowie przegrali z inwestorami walkę o władzę w dużych korporacjach. Zamiast panującego do niedawna kapitalizmu „menedżerskiego” pojawiła się nowa odmiana - kapitalizm „inwestorski” [Jeżak 2002b, s. 81].

Natomiast w systemie dualistycznym, w latach 80-tych XX wieku wystąpiła koncentracja na odpowiedzialności przedsiębiorstw za utrzymanie i tworzenie miejsc pracy. W obszarze oddziaływania kapitalizmu reńskiego przedsiębiorstwo było postrzegane jako organizacja służąca wszystkim grupom interesów zaangażowanym w jej funkcjonowanie. Takie pojmowanie celu działalności przedsiębiorstwa determinowało poszukiwanie przez zarząd kompromisu pomiędzy z natury sprzecznymi oczekiwaniami właścicieli i innymi interesariuszami.

Zmiana nadrzędnego celu kierowania przedsiębiorstwem była konsekwencją zmian w otoczeniu gospodarczym oraz wewnętrznych procesów zachodzących w przedsiębiorstwach, które wymusiły przeniesienie akcentu z zarządzania operacyjnego (krótkoterminowego) na zarządzanie strategiczne (długookresowe) [Michalak 2004, s. 186].

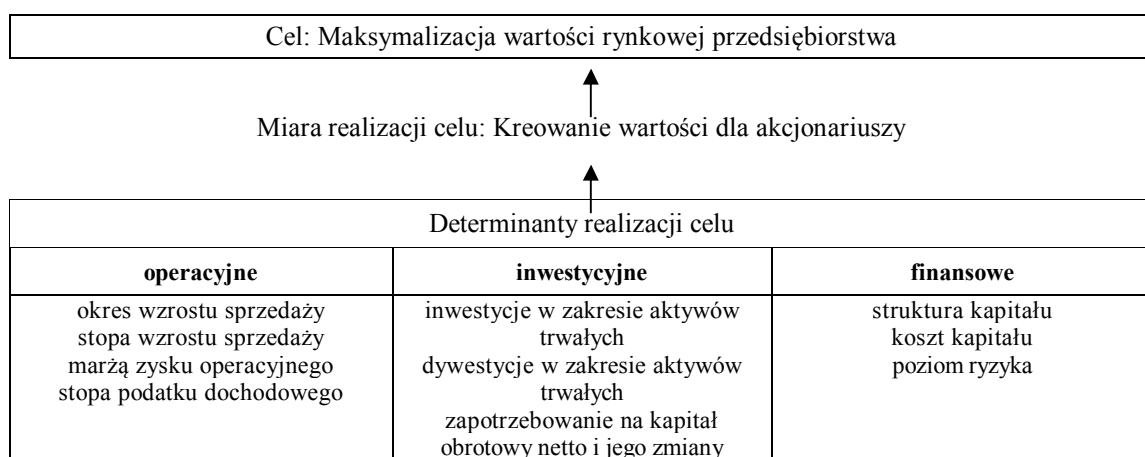
Uzasadniając zaobserwowane zjawisko „kapitalizmu inwestorskiego - dyktatury akcjonariuszy” H. Dixon stwierdził, że „jedyną racją bytu przedsiębiorstwa jest osiągnięcie zysku i zapewnienie korzyści akcjonariuszom” [Fijałkowski 2001d, s. 8], ale nie musi się to odbywać kosztem pracowników i innych grup interesów. Aby przedsiębiorstwo działające w formie spółki zdołało tworzyć wartość dla klientów, po cenie stanowiącej warunek uzyskania odpowiedniego poziomu zwrotu na kapitale, musi działać efektywnie zarówno pod względem stosowanych technologii, jak i pozyskiwanych źródeł finansowania.

Maksymalizacja cen akcji wymaga wydajnych przedsiębiorstw, które produkują towary i świadczą usługi o wysokiej jakości przy najmniejszych możliwych kosztach. „Maksymalizacja przyczynia się do wydajnej i uprzejmej obsługi, odpowiednich zapasów towarów i dobrego rozmieszczenia placówek handlowych i usługowych. Dlatego działania, które pomagają firmie zwiększyć cenę akcji, są korzystne dla społeczeństwa” [Brigham 1996, s. 32].

„Uznając maksymalizację wartości rynkowej za podstawowy cel przedsiębiorstwa, wskazać można następujące argumenty, ukazujące szeroki kontekst realizacji wymienionego celu:

- 1) wartość należy uznać za najlepszy i najwszechstronniejszy miernik wyników przedsiębiorstwa (miernik, który może być analizowany wyłącznie długoterminowo),
- 2) maksymalizacja wartości jest celem konkretnym, zorientowanym na przyszłość, którego realizacja motywuje kierownictwo do podejmowania skutecznych decyzji inwestycyjnych,
- 3) maksymalizacja wartości, jest celem odzwierciedlającym logiczną pragmatykę inwestowania kapitału na rynku” [Jaki 2012, s. 72].

Czynniki powodujące określone działanie w zakresie maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa zaprezentowano na schemacie 38.



Schemat 38. Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa i jej uwarunkowania

Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 70.

Wartość przedsiębiorstwa jako nadrzędny cel działalności gospodarczej jest, uznawana za ekonomicznie uzasadnią, a finansowym celem i jednocześnie nadrzędnym i decydującym kryterium oceny różnych strategii jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli [Rappaport 1981, s. 81-88]. „Cel ten jest całkowicie zgodny z celem zapewnieniem długoterminowego istnienia przedsiębiorstwa. Stwarza bowiem możliwość jego rozwoju i obejmuje zdolność utrzymania pozycji strategicznej, pozycji finansowej, związków z właścicielami kapitału” [Skoczylas, 2003, s. 843].

System zarządzania oparty na maksymalizacji rynkowej wartości przedsiębiorstwa dąży do zapewnienia wyższej od przeciętnej efektywności³⁷⁶. „Teoria, według której przedsiębiorstwo powinno podporządkować wszystko osiągnięciu zysku dla akcjonariuszy, zaciera różnice, jaka istnieje między inwestorem giełdowym a przedsiębiorcą lub menedżerem” [Fijałkowski, 2002a, s. 16].

Koncepcję VBM popiera W. Buffet, który twierdzi, że menedżer, który działa i myśli jak właściciel przedsiębiorstwa, nie traci z oczu podstawowego celu przedsiębiorstwa, tj. zwiększenia jego wartości i zazwyczaj podejmuje racjonalne decyzje, zmierzające do realizacji tego celu. Problem powstaje przy próbie odróżnienia menedżerów aktywnie działających na rzecz zwiększenia wartości dla akcjonariuszy od tych, którzy tylko mówią o dążeniu do takiego celu. „Na podziw zasługuje menedżer, który odważnie omawia z akcjonariuszami niepowodzenie przedsiębiorstwa” [Hagstrom 2001, s. 81].

Cel działalności przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja jego wartości, ma trzy uzasadnienia praktyczne, gdyż „jest teoretycznie poprawny i stanowi właściwą podstawę podejmowania decyzji, może być osiągnięty przez przedsiębiorstwo tylko z uwzględnieniem pewnych ograniczeń tego celu, stanowi jasną i precyzyjną konstrukcję drzewa decyzyjnego, tzn. oferuje standardowe porównania i pozwala określić, które decyzje są najlepsze w danych warunkach; pozwala także mierzyć straty, jakie ponosimy, jeżeli decyzje nie są zgodne z celem oraz nie wynikają z niego i nie są jemu podporządkowane” [Duraj, 1997, s. 34].

W tabelach 17, 18 i 19 zaprezentowano zestawienie definicji zarządzania wartością, przedstawionych w literaturze zagranicznej, krajowej i stosowanych w praktyce firm doradczych.

³⁷⁶ Przyrost wartości przedsiębiorstwa ma miejsce wówczas, gdy osiągnięty zysk z działalności operacyjnej przewyższa koszt pozyskania kapitału, gdy jest niższy, dochodzi do niszczenia wartości.

Tabela 17. Definicje zarządzania wartością w literaturze zagranicznej

Autorzy	Definicja
A. Black, P. Wright, J. E. Bachman	Zarządzanie wartością stanowi system, który ukierunkowuje zasob\ .stru-tegie, struktury, procesy oraz kryteria oceny efektywności przedsiębiorstwa na pomnażanie wartości dla akcjonariuszy
T. Copeland T. Koller, J. Murrin	Zarządzanie wartością jest podejściem do zarządzania. W którym ogólne aspiracje przedsiębiorstwa, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa przez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących jego wartość. Jest to proces ciągłej restrukturyzacji maksymalizującej wartość przedsiębiorstwa
J.A. Knight	Zarządzanie wartością to koncepcja łącząca strategię przedsiębiorstwa ze sferą jego finansów w celu maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa
J.M.E. McTaggart, P.W. Kontes, M.C. Mankins	Zarządzanie wartością stanowi sformalizowane i usystematyzowane podejście do zarządzania przedsiębiorstwem, które jest ukierunkowane w sposób permanentny na realizację głównego celu w postaci maksymalizacji kreowania wartości oraz wartości dla akcjonariuszy
H. Pernsteiner z zespołem	Zarządzanie wartością to instrument służący poszukiwaniu we wszystkich obszarach przedsiębiorstwa możliwości pomnażania jego wartości, co jest w pierwszej kolejności zbieżne z oczekiwaniami jego właścicieli, ale również innych interesariuszy
A. Rappaport	Potrzeba wypracowania koncepcji orientującej system zarządzania przedsiębiorstwem na maksymalizację jego wartości rynkowej pojawiła się w sytuacji, gdy oddzielenie własności od zarządzania oraz rozproszenie własności implikowały konieczność wdrożenia instrumentów ukierunkowujących systemy zarządzania przedsiębiorstwami na pomnażanie wartości dla akcjonariuszy, a tym samym zabezpieczających realizację podstawowego celu przedsiębiorstwa. W tych warunkach dążenie do pomnażania wartości staje się kluczowym wyznacznikiem procesu zarządzania przedsiębiorstwem oraz narzędziem tworzenia wartości także dla innych - poza właścicielami - interesariuszy przedsiębiorstwa
W. Schulze, C. Hirsch	Zarządzanie wartością opiera się na powszechnym uznaniu pomnażania wartości jako głównego celu przedsiębiorstwa. W tych warunkach podstawowym zadaniem zarządzających przedsiębiorstwem jest podejmowanie i wdrażanie takich decyzji, które przyczyniają się do pomnażania bogactwa właścicieli
S.D. Young, S.F. O'Byrne	Zarządzanie wartością jest koncepcją orientującą wszystkie kluczowe procesy i systemy w przedsiębiorstwie na kreowanie wartości jako podstawowy cel jego działania

Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 109.

Tabela 18. Definicje zarządzania wartością w literaturze polskiej

Autorzy	Definicja
A. Cwynar, W. Cwynar	System zarządzania wartością przedsiębiorstwa to system, w którym wszystkie decyzje podejmowane przez menedżerów są podporządkowane realizacji celu, którym jest maksymalizacja wartości zainwestowanego kapitału
T. Dudycz	Zarządzanie wartością to filozofia prowadzenia działalności gospodarczej i system zarządzania przedsiębiorstwem umożliwiające skuteczne konkurowanie na globalnych rynkach
M. Michalski	Zarządzanie wartością stanowi odmianę zarządzania strategicznego, przy którym nadrzędnym celem jest maksymalizacja wartości dla właścicieli
W. Pluta	Zarządzanie wartością polega na wykorzystaniu koncepcji wartości rynkowej przedsiębiorstwa w analizowaniu, ocenianiu i podejmowaniu, a następnie kontrolowaniu procesów strategicznych i operacyjnych. Jest to podejście, w którym cele i procesy zarządzania oraz odpowiednie metody obliczeniowe podporządkowane są maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa
W. Skoczyła	Zarządzanie wartością to system zarządzania oparty na maksymalizacji rynkowej wartości przedsiębiorstwa przez dążenie do zapewnienia wyższej od przeciętnej efektywności gwarantującej uzyskiwanie zysku operacyjnego na poziomie przewyższającym koszt pozyskania kapitału
A. Szablewski	Zarządzanie wartością stanowi system zarządzania zawierający narzędzia i procedury podejmowania decyzji strategicznych i operacyjnych ukierunkowanych na wzrost wartości przedsiębiorstwa i pomnażanie bogactwa jego właścicieli
P. Szczepankowski	Zarządzanie wartością to koncepcja kierowania przedsiębiorstwem zakradająca skupienie działań i procesów zarządczych na maksymalizowaniu jego wartości w odniesieniu do interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów

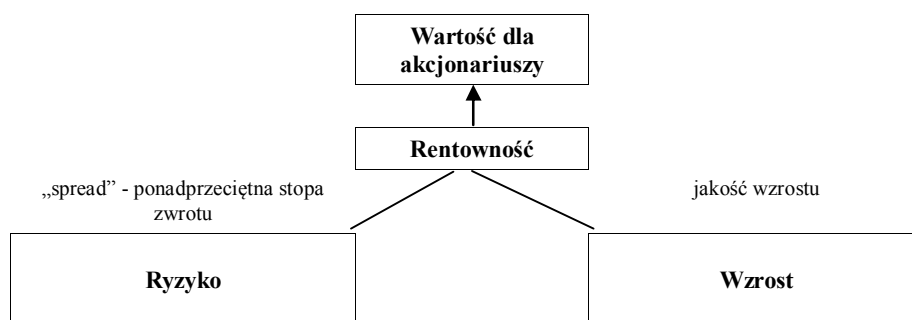
Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 111.

Tabela 19. Definicje zarządzania wartością w praktyce światowych firm doradczych

Firma	Definicja
BCG	Zarządzanie wartością orientuje wszystkie decyzje wewnętrzne podejmowane w przedsiębiorstwie na pomnażanie jego fundamentalnej wartości. Jest to narzędzie oceny działalności przedsiębiorstwa i jego wartości przez inwestorów oraz osoby zarządzające
Deloitte KPMG	Zarządzanie wartością opiera się na uznaniu pomnażania wartości przedsiębiorstwa za uniwersalny cel wszystkich jego interesariuszy. Jest to styl myślenia i styl zarządzania integrujący oraz orientujący strategię przedsiębiorstwa, jego systemy planowania, raportowania, kontroli i motywowania oraz podejmowane decyzje inwestycyjne w kierunku pomnażania wartości przedsiębiorstwa. Zarządzanie wartością stanowi zintegrowane podejście do zarządzania biznesem, którego podstawowym celem jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. Integralnym składnikiem tej koncepcji jest identyfikacja i optymalizacja kluczowych determinant wartości, zwanych nośnikami wartości (value drivers)
L.E.K. Consulting	Zarządzanie wartością to system zarządzania ukierunkowanego na zwiększanie wartości przedsiębiorstwa i skoncentrowanie wokół tego celu jego strategii. System taki obejmuje: wycenę przedsiębiorstwa, pomiar i raportowanie efektów, benchmarking efektów finansowych, trening personalny ukierunkowany na rozwój zdolności w zakresie kreowania wartości
Marakon	Zarządzanie wartością stanowi podejście do zarządzania traktujące wartość rynkową przedsiębiorstwa, jako zewnętrzny weryfikator jego efektywności. Podejście to obejmuje identyfikację determinant oraz strategicznych nośników wartości, sformułowanie strategii wzrostu wartości przedsiębiorstwa, jak również rozwój możliwości kreowania jego wartości
McKinsey & Co.	Zarządzanie wartością jest systemem zarządzania, w którym decyzje strategiczne i operacyjne skupione są na wykorzystaniu kluczowych determinant wartości przedsiębiorstwa, tak aby uzyskać stopę zwrotu przewyższającą koszt zainwestowanego kapitału. Jest to wyznacznik ogólnej strategii przedsiębiorstwa
Stcrn Stewart & Co	Zarządzanie wartością polega na ukierunkowaniu głównych procesów zarządzania przedsiębiorstwem na kreowanie wartości. W tym celu konieczne jest zidentyfikowanie głównych czynników w łańcuchu kreowania wartości, aby móc w pełni wykorzystać istniejący w przedsiębiorstwie potencjał wartość

Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 113.

Dla koncepcji Value Based Management wartość przedsiębiorstwa jest wynikiem połączenia dwóch dziedzin, które obejmują finanse przedsiębiorstw oraz zarządzanie strategiczne. System celów w zarządzaniu wartością opisuje triada elementów (czynniki strategiczne), na która składają się rentowność, ryzyko i wzrost, co przedstawiono na schemacie 39.



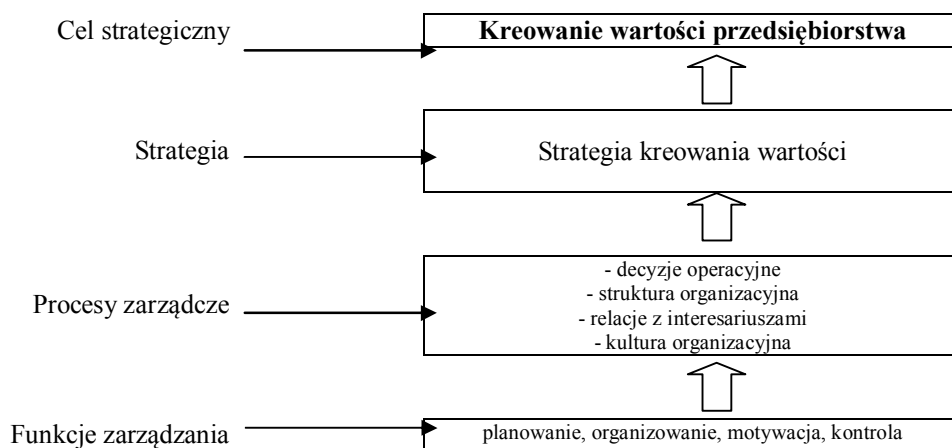
Schemat 39. System celów zarządzania wartością

Źródło: W. Skoczylas, *Controlling wartości przedsiębiorstwa jako instrument skutecznej maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy*, w: *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, Kreos, Szczecin 2003, s. 847.

Ponadto występują czynniki finansowe, obejmujące „wskazywane przez A. Rappaporta nośniki wartości przedsiębiorstwa (sprzedaż i jej dynamika, inwestycje w aktywa, marża zysku operacyjnego, koszt kapitału oraz stopa

podatku dochodowego) oraz czynniki operacyjne, które są specyficzne dla każdego przedsiębiorstwa i wynikają z warunków prowadzenia przez nie działalności” [Jaki 2012, s. 104].

Tworzenie wartości dla właścicieli ukierunkowane jest na wzrost rentowności, rozumianej jako zysk operacyjny po opodatkowaniu pozostający po pokryciu całego kosztu kapitału, a więc ujmowanego w rachunkowości kosztu kapitału obcego i nieznajdującego tam odzwierciedlenia kosztu kapitału własnego. W takim ujęciu kreacja wartości przedsiębiorstwa oznacza osiągnięcie takiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, która przewyższa koszt pozyskania tego kapitału³⁷⁷. Zarządzanie skupione na kreacji wartości przedsiębiorstwa zmienia perspektywę funkcjonowania przedsiębiorstwa poprzez uznanie długoterminowego kreowania wartości za nadrzędny cel przedsiębiorstwa, co zaprezentowano na schemacie 40.



Schemat 40. Koncepcyjne ujęcie systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa

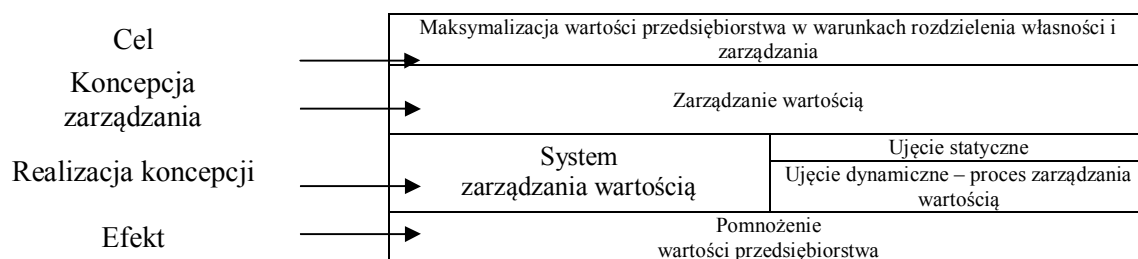
Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 119.

Koncentracja na finansowej perspektywie oceny wyników nie wyklucza możliwości stosowania alternatywnych koncepcji pomiaru uwzględniających niefinansowe nośniki wartości, takie jak zrównoważona karta wyników (BSC)³⁷⁸ czy indeks tworzenia wartości (VCI).

³⁷⁷ W takim rozumieniu nie każda wielkość zysku będzie oceniona pozytywnie.

³⁷⁸ Zob. T. Kochanek, L. Notopoulos, *Zrównoważona karta wyników – strategia przełożona na działanie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, Nr 7/8, J. Kuciński, *Maksymalizacja wartości firmy jako główny cel zarządzania poprzez Zrównoważoną Kartę Wyników*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, Nr 2., T. Woźniak, *Budowa wartości firmy na podstawie wartości zrównoważonej karty wyników*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablweski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 95.-118.

Należy zwrócić jednak uwagę, iż „maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy stała się kategorią techniczną, przyjmowaną bezkrytycznie i bezrefleksyjnie” [Mesjasz 2011, s. 19], a jej pojmowanie ograniczyło się do znaczenia finansowego. „Wiążąc ze sobą wąskie, statyczne ujęcie systemu zarządzania wartością z ujęciem dynamicznym (procesowym), otrzymujemy jego wielowymiarowe, holistyczne ujęcie” [Jaki 2012, s. 116]. Ujęcie to zaprezentowano na schemacie 41.



Schemat 41. System zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Źródło: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 116.

Szersze pojmowanie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, nie ogranicza się do prostego celu technicznego, lecz bierze pod uwagę rolę interesariuszy, przy uwzględnieniu uwarunkowań kulturowych oraz prawnych jako narzędzi alokacji i kontroli. W tabeli 20, przedstawiono zestawienie składników systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

Tabela 20. Składniki systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Składniki systemu	Rola w procesie kreowania wartości
System planowania strategicznego	formułowanie strategii wzrostu wartości. formułowanie celów cząstkowych. poszukiwanie usprawnień podporządkowanych wymogom kreowania wartości
System budżetowania	integracja strategii z procesami zarządzania efektywnością, tworzenie warunków do kontroli i weryfikacji realizacji przyjętych celów
System motywacyjny	stworzenie systemu wynagradzania i premiowania powiązanego z efektywnością kreowania wartości przedsiębiorstwa
System sprawozdawczości finansowej	stworzenie ujednoczonych szablonów wyceny i wzorców raportów raportowanie cząstkowych i syntetycznych efektów kreowania wartości stworzenie dostępu do informacji
System pomiaru i oceny efektywności	pomiar efektywności procesów kreowania wartości ocena realizacji przyjętych celów
System zarządzania zmianami	stworzenie efektywnej komunikacji z interesanszami realizacja prowartościowej restrukturyzacji

Źródło: Andrzej Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, s. 118.

Przyjęcie w przedsiębiorstwie koncepcji VBM i w konsekwencji orientacji na wartość dla akcjonariuszy nie jest pozbawione problemów. Podstawowym problemem jest powszechnie akceptowana miara wartości. Wynika to m. in. stąd, że różne przedsiębiorstwa konsultingowe opracowały własne, wzajemnie konkurencyjne w stosunku do siebie wersje miar. Przedsiębiorstwo konsultingowe Stern Stewart³⁷⁹ opracowała miarę Economic Value Added (EVA[®])³⁸⁰ i Market Value Added (MVA), „LEK/Alcar posługują się miarą *Shareholder Value Added* (SVA), firma McKinsey wprowadziła *Economic Profit*, Holt Value Associates opracowali *Cash Flow Return on Investment* (CFROI), a Boston Consulting Group zaproponowali własną wersję *CFROI* i *Total Shareholder Return* (TSR)” [Pietrewicz 2008, s. 34].

Mierniki zmian wartości przedsiębiorstw na przestrzeni ostatniego wieku ewoluowały, a ich zmiany w tym okresie zaprezentowano w tabeli 21.

Tabela 21. Ewolucja mierników efektywności i paradygmatów wartości przedsiębiorstwa

Lata 20.	Lata 70.	Lata 80.	Lata 90.	Początek XXI wieku
<ul style="list-style-type: none"> • model Du Ponta • współzależności mierników rentowności • stopa zwrotu z aktywów (ROA) • stopa zwrotu z zainwestowanych kapitałów (ROIC) 	<ul style="list-style-type: none"> • zysk na jedną akcję (EPS) 	<ul style="list-style-type: none"> • wartość rynkowa do wartości księgowej (MV / BV) lub inaczej wskaźnik Q – Tobina • stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) • wolne przepływy pieniężne (FCF) 	<ul style="list-style-type: none"> • zysk ekonomiczny (ekonomiczna wartość dodana EVA[®]) • rynkowa wartość dodana (MVA) • gotówkowy zwrot z inwestycji (CFROP) oraz gotówkowa wartość dodana (CVA) • całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR) • wartość dodana dla właścicieli (SVA) • zrównoważona karta wyników (BSC) 	<ul style="list-style-type: none"> • indeks tworzenia wartości (VCI) • mierniki kapitału intelektualnego (np. miernik wartości dodanej kapitału intelektualnego - VAIC)
Pomiar wartości oparty na kategoriach finansowo-księgowych		Pomiar wartości oparty na kategoriach finansowo-księgowych, rynkowych i pieniężnych	Pomiar wartości oparty na finansowych i niefinansowych kategoriach rynkowych oraz pieniężnych	Pomiar wartości oparty na kategoriach niefinansowych

Źródło G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007, s. 20.

Przy określaniu wartości dla właścicieli zastosowane znajdują dwa podejścia, z których pierwsze wykorzystuje przepływy środków pieniężnych, drugie zaś wykorzystuje odpowiednio skorygowany zysk księgowy.

³⁷⁹ Mierniki; rynkowa wartość dodana (MVA - Market Value Added) oraz ekonomiczna wartość dodana (EVA[®] Economic Value Added), zostały wypracowane przez firmę doradczą Stan Stewart & Co i opublikowane po raz pierwszy w 1982 r.

³⁸⁰ EVA[®] jest zastrzeżonym znakiem handlowym nowojorskiej firmy konsultingowej Stern Stewart & Co.

W pierwszym podejściu, autorstwa A. Rappaporta, wartość przedsiębiorstwa ustalana jest za pomocą metod dochodowych, wykorzystując zdyskontowane prognozowane przepływy pieniężne (DCF), generując za ich pomocą miernik wartość dla akcjonariuszy (SHV) oraz miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy (SVA). W drugim podejściu, analogicznym dla pojęcia zysku ekonomicznego A. Marshalla³⁸¹, do mierzenia wartości dodanej zastosowanie znajduje ekonomiczna wartość dodana (EVA[®]) oraz rynkowa wartość dodana (MVA). Sterowanie wartością przedsiębiorstwa wymaga jej pomiaru, możliwe jest więc zastosowanie wielu wskaźników oceny wartości przedsiębiorstwa. Katalog dostępnych miar przedstawiono w tabeli 22.

Tabela 22. Porównanie wybranych wskaźników oceny wartości przedsiębiorstwa

Miernik	Horyzont czasowy	Wymagania inwestorów	Uwzględnienie ryzyka	Czynnik dyskonta z ryzykiem	Orientacja na przepływy gotówki	Możliwość zafalszowań danych	Możliwość porównań między firmami
EPS	Przeszłość i teraźniejszość	Nie uwzględnia	Nie	Nie	Nie	Tak	Nie
ROA, ROE	Przeszłość i teraźniejszość	Nie uwzględnia	Nie	Nie	Nie	Tak	Nie
FCF	Teraźniejszość i przyszłość	Uwzględnia	W stopie oczekiwanego zwrotu (kosztu kapitału)	Tak	Tak	Nie	Nie
SVA	Teraźniejszość i przyszłość	Uwzględnia	W stopie oczekiwanego zwrotu (kosztu kapitału)	Tak	Tak	Nie	Tak
EVA [®]	Pojedynczy okres	Uwzględnia	W stopie oczekiwanego zwrotu (kosztu kapitału)	Tak	Częściowo	Częściowo	Tak
CFROI	Przyszłość, teraźniejszość i przeszłość	Uwzględnia	Sugeruje stopę zwrotu	Tak	Częściowo	Tak	Nie

Źródło G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007, s. 26.

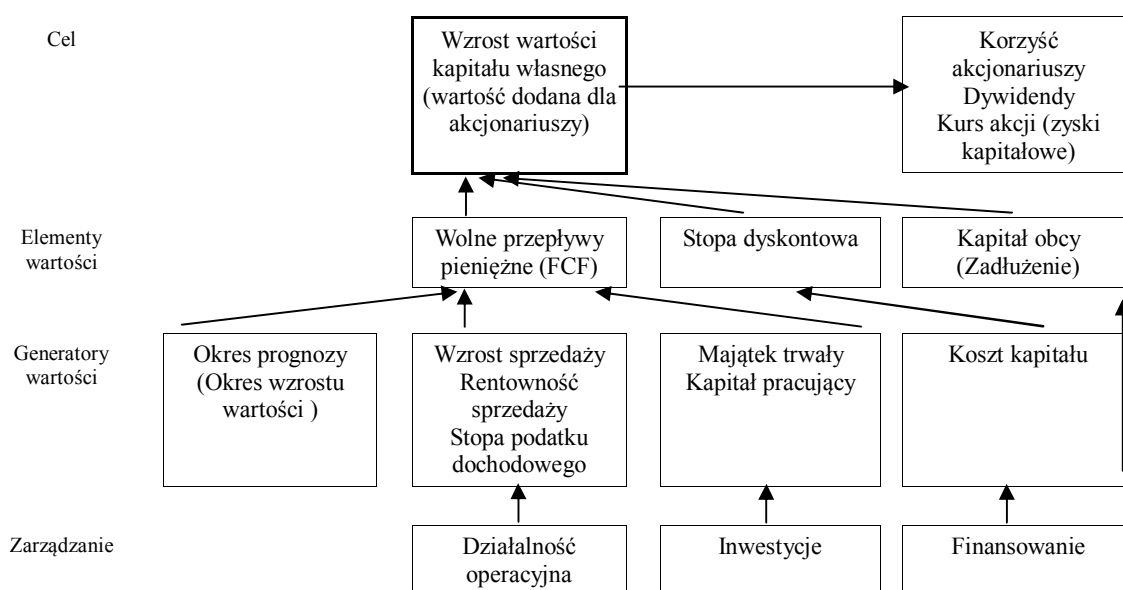
Zdyskontowane kosztem kapitału przepływy pieniężne (CF) przedstawiają wszystkie przyszłe nadwyżki środków pieniężnych³⁸². Ekonomiczna wartość dodana to roczna suma, która pozostaje z zysku operacyjnego po opodatkowaniu

³⁸¹ To, co pozostaje z zysków (właściciela lub menedżera) po odjęciu odsetek od kapitału według obowiązującej stopy procentowej, możemy nazwać zyskiem z przedsięwzięcia lub z tytułu sprawowania zarządu.

³⁸² Pomiar wartości za pomocą CF obarczony jest jednak wahaniami w ciągu roku obrotowego, a ponadto jest projekcją oparta na prognozach, a nie na danych wynikowych.

i po pokryciu kosztu zainwestowanego kapitału całkowitego³⁸³.

Celem zarządzania, według przedstawionej na schemacie 42 siatki zależności jest wzrost wartości kapitału własnego. Identyfikację komponentów i zależności czynników tworzących wartość dla właścicieli przedstawił A. Rappaport. Według tego Autora elementami oceny wartości przedsiębiorstwa są zdyskontowane, wolne przepływy pieniężne pomniejszone o kapitał obcy. Maksymalizacja ich wielkości możliwa jest przez podjęcie odpowiednich decyzji operacyjnych³⁸⁴.



Schemat 42. Zależności przyczynowo-skutkowe w analizie rosnącej wartości

Źródło: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 65.

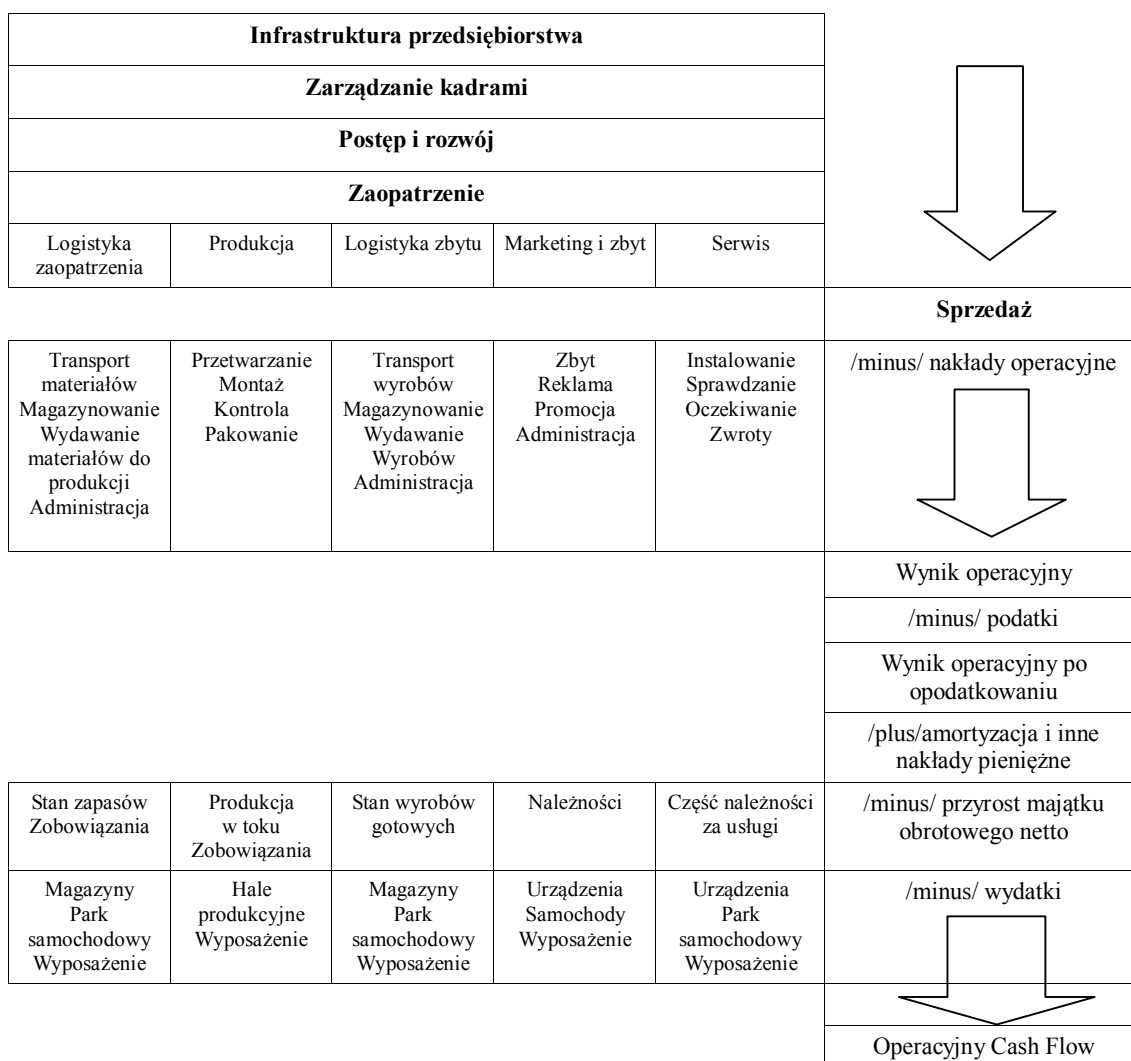
Do identyfikacji indywidualnych generatorów wartości przedsiębiorstwa i formułowania strategii wzrostu może posłużyć powiązanie łańcucha tworzenia wartości M. Portera z przepływami pieniężnymi, które przedstawiono na schemacie 43.

Przedstawiony model prezentuje czynniki kształtujące wartość, do których zaliczane są prognozowana sprzedaż³⁸⁵ i ponoszone koszty działalności operacyjnej, których wzajemna relacja kształtuje wielkość zysku operacyjnego.

³⁸³ Tylko ekonomiczna wartość dodana, obliczona na podstawie danych pochodzących ze sprawozdawczości rocznej może być wykorzystana do monitorowania wartości przedsiębiorstwa.

³⁸⁴ Dotyczących wzrostu sprzedaży, jej rentowności, rzeczywistej stopy podatkowej oraz inwestycji w aktywa trwałe i obrotowe w przyjętym okresie prognozy.

³⁸⁵ Im większa jest rentowność sprzedaży tym szybciej rosną przepływy pieniężne i wartość przedsiębiorstwa.



Schemat 43. Powiązanie operacyjnych przepływów pieniężnych oraz założeń koncepcji łańcucha wartości M. Portera

Źródło: A. Rappaport, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, za. W. Skoczylas, *Controlling wartości przedsiębiorstwa jako instrument skutecznej maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy*, w: *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, red. E. Urbańczyk, Kreos, Szczecin 2003, s. 851.

Ostatecznie zysk operacyjny po opodatkowaniu powiększany jest o amortyzację i inne koszty niepieniężne, a następnie korygowany in plus lub in minus o zmiany wielkości kapitału pracującego oraz inwestycje lub dezinvestycje w aktywa trwałe.

Przyjęcie wartości przedsiębiorstwa jako celu działalności gospodarczej i poznanie czynników kształtujących wartość umożliwia identyfikację potencjału jej wzrostu. „Wdrożenie zarządzania wartością wymaga jednak nowej kultury własności i kultury partycypacji, które tworzą kulturę partnerstwa oraz wprowadzenia odpowiednich procesów, takich jak: opracowaniu strategii,

wyznaczenie celów, opracowanie planów działań, sporządzanie budżetów i w końcu wypracowanie systemu pomiaru wyników i powiązanego z nim systemu motywacyjnego” [Copeland, Koller i Murrin 1997, s. 101].

Podsumowując koncepcję VBM należy stwierdzić że:

- „jest to filozofia zarządzania, która wykorzystuje analityczne narzędzia i procesy w celu zorientowania organizacji na realizację głównego celu, jakim jest kreowanie wartości dla akcjonariuszy,
- jest to termin, który opisuje filozofię zarządzania opartą na zarządzaniu przedsiębiorstwem w oparciu o zasadę kreowania wartości ekonomicznej (economic value creation),
- jest to podejście do zarządzania, w którym filozofią działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy przez uzyskiwanie nadwyżki stopy zwrotu ponad koszt kapitału,
- jest to koncepcja, która orientuje strategię i proces zarządzania finansami organizacji na maksymalizację jej wartości,
- jest to podejście do zarządzania, w którym podstawowy cel stanowi maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy; realizacji tego celu podporządkowana jest struktura przedsiębiorstwa, jego strategia i kultura organizacyjna, a także wykorzystywane mierniki służące do pomiaru efektów funkcjonowania” [Jaki 2012, s. 110].

Reasumując przedstawione rozważania można wyraźnie stwierdzić, że wzrost wartości przedsiębiorstwa pozostaje obecnie niekwestionowanym celem działalności gospodarczej. Zarządy przedsiębiorstw, które tego nie uwzględniają, osiągają niższą rentowność, a w efekcie mają utrudniony dostęp do kapitału.

Zmiana punktu widzenia na cel działania przedsiębiorstwa spowodowała przeobrażenie rachunkowości finansowej z transakcyjnej na bilansową oraz „wprowadzenie wyceny w wartości godziwej, co daje możliwość przedstawienia rzeczywistego potencjału dochodowego i jego zmian w odniesieniu wielu pozycji bilansowych, w tym przede wszystkim inwestycji rzeczowych i finansowych” [Michalak 2004, s. 187].

Rozwój koncepcji kreowania wartości dodanej dla właścicieli³⁸⁶ powoduje, iż w centrum uwagi znalazł się nie klient traktowany jako źródło przychodów, lecz wartość generowanych strumieni pieniężnych skorygowanych o koszt pozyskania kapitału.

6. Koncepcja ekonomicznej wartości dodanej - miernik EVA[®]

W związku z faktem, iż mierniki finansowo-księgowe, takie jak wzrost sprzedaży, marża, zysk operacyjny³⁸⁷, zysk netto i zysk przypadający na udział/akcję nie uwzględniają potrzeb finansowych niezbędnych do ich uzyskania, a ich podstawowy składnik tj. osiągnięty zysk nie uwzględnia faktu, że kapitał ma swój koszt, w firmie Stern Stewart & Co. powstała koncepcja miernika ekonomicznej wartości dodanej (Economic Value Added – EVA[®]) [Stern Stewart & Co. 2011].

EVA[®] stanowi próbę rozwiązania problemu stworzenia wskaźnika, który jest zarówno skorelowany z dobrem udziałowców/akcjonariuszy, jak i odzwierciedla efekty działań podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwem³⁸⁸. EVA[®] nie jest wielkością „dosłowną”, gdyż jej wartość jest określana za pomocą korekt i pozwala określić EVA[®] bliską prawdziwej³⁸⁹.

Ideę zysku ekonomicznego, określanego także mianem zysku rezydualnego³⁹⁰ poddał P. Drucker w 1995 r., według którego „Ekonomiczna Wartość Dodana (EVA[®]) opiera się na zasadzie, która znana była od dawna: to, co nazywamy zyskiem, pieniądze, które zostają na obsługę kapitału własnego, nie jest zazwyczaj żadnym zyskiem. Dopóki przedsiębiorstwo nie zarobi kwoty przewyższającej jej koszt kapitału, dopóty ponosi stratę” [Ciborski 2004b, s. 43].

Ekonomiczna wartość dodana jest kategorią, którą w najprostszej postaci definiuje się jako różnicę pomiędzy zyskiem a kosztem kapitału, którego

³⁸⁶ (shareholder value).

³⁸⁷ Zysk operacyjny skupia się na zabezpieczeniu wierzycelności lub przynajmniej na tym, co pozostanie z firmy po jej bankructwie. Jest to miara adekwatna dla potrzeb banku.

³⁸⁸ Mierzenie EVA[®] może stanowić podsumowanie analizy obszaru efektywności działania.

³⁸⁹ Zdefiniowanie zysku w ustawie o rachunkowości dokonano w sposób, który nie jest do końca poprawny z punktu widzenia ekonomii. Stern i Stewart korzystając w Standardach Rachunkowości określili ok. 160 czynników zniekształcających zysk przedsiębiorstwa wynikający z rachunku zysków i strat.

³⁹⁰ Stosowane są także inne terminy jak np. excess earnings, excess income, super-profits, abnormal earnings.

zaangażowanie było konieczne, aby ten zysk otrzymać. Pojęcie kapitał oznacza w tym przypadku sumę kapitału własnego spółki oraz długu odsetkowego.

EVA[®] = NOPAT — koszt zainwestowanego kapitału

Wykorzystanie EVA^{®391} w systemie nadzoru korporacyjnego pozwala na obiektywną ocenę efektywności pracy zarządu, której wyznacznikiem jest wzrost wartości spółki mierzony w kategoriach ekonomicznych. „Osoby zaangażowane w procedury nadzoru nad firmą są w stanie opierać swoje decyzje o miarę taką jak EVA[®], która łączy, a nie rozdziela, interesy zarządu i właścicieli” [Ciborski 2004b, s. 43]. Rosnąca wartość EVA[®] wskazuje poprawę sytuacji gotówkowej spółki oraz wskazuje na przyrost jej wartości. Jest to jedna najważniejszych cech ekonomicznej wartości dodanej, która wykazuje silną korelację z rynkową wartością spółki, dochodzącą 50%.

Miernik w postaci EVA[®] zawiera w sobie wszystko, na co można mieć wpływ kierownictwo, tj. wszystkie czynniki tworzenia wartości. Kierownictwo w większym lub mniejszym stopniu może wpływać na zadłużenie, zysk operacyjny, wydatki kapitałowe i przyszłe zyski, natomiast nie ma możliwości manipulowania horyzontem czasowym i ryzykiem działalności gospodarczej.

Zadaniem kierownictwa jest zatem skupić się na zwiększaniu EVA[®], kiedy dochody są wyższe niż koszt kapitału, na realokacji kapitału, kiedy dochody są niższe niż koszt oraz na zwiększaniu dochodów z istniejącego kapitału, a także na utrzymaniu optymalnej struktury kapitałowej (długu do kapitału własnego). „EVA[®] wykazała swoją praktyczną przydatność na poziomie strategicznym firmy i stała się podstawą systemu nadzoru właścicielskiego, który pozwala w obiektywny sposób oceniać efektywność pracy zarządu pod kątem budowy wartości przedsiębiorstwa” [Ciborski 2004a, s. 39].

Istotą miernika EVA[®] jest także zysk, ale w korelacji z majątkiem przedsiębiorstwa i sposobem jego finansowania. Rzecz w tym, aby nie osiągnąć

³⁹¹ Parametr EVA[®] znajduje zastosowanie jako podstawa systemów zarządzania poprzez wartość Value Based Management (VBM).

wysokich zysków kosztem substancji majątkowej (drogie kredyty z odroczonym terminem spłaty). Takie postępowanie w krótkim okresie pozwoli osiągnąć wysokie zyski, ale w długim okresie spowoduje zmniejszenie majątku, ze względu na konieczność obsługi i spłaty długu.

Oryginalna formuła EVA[®] opracowana przez Stern Stewart & Co. zawiera następujące składowe.

$$\mathbf{EVA^{\text{®}} = NOPAT - CAP_{\text{INV}} \times WACC}$$

gdzie:

EVA[®] - ekonomiczna wartość dodana,
NOPAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu,
CAP_{INV} - kapitał zainwestowany,
WACC - średni ważony koszt kapitału.

Powyższa formuła bywa także przedstawiana w poniżej zaprezentowanej formie.

$$\mathbf{EVA^{\text{®}} = (ROIC - WACC) \times CAP_{\text{INV}}}$$

gdzie:

EVA[®] - ekonomiczna wartość dodana,
ROIC - stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego,
CAP_{INV} - kapitał zainwestowany,
WACC - średni ważony koszt kapitału.

W polskich warunkach najczęściej przyjmowana jest modyfikacja.

$$\mathbf{EVA^{\text{®}} = NOPAT - (AO - ZK) \times WACC}$$

gdzie:

EVA[®] - ekonomiczna wartość dodana,
NOPAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu,
AO - aktywa ogółem,
ZK - zobowiązania krótkoterminowe,
WACC - średni ważony koszt kapitału.

EVA[®] jest uznawana za miernik wyników działalności przedsiębiorstwa różniący się od tradycyjnego zysku księgowego tym, że stanowi on nadwyżkę, która pozostaje po potrąceniu kosztu całego kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwie. Koszt kapitału w tym ujęciu odpowiada ekonomicznej kategorii kosztu alternatywnego lub kosztu utraconych korzyści. „Jest to stopa zwrotu, jakiej mogliby oczekiwać inwestorzy, lokując kapitał w portfelu składającym się z akcji innych firm oraz obligacji o porównywalnym stopniu ryzyka” [Urbanek 2006, s. 51].

Ekonomiczna wartość dodana = (zysk operacyjny po opodatkowaniu — koszt kapitału) x kapitał zaangażowany

$$\mathbf{EVA^{\text{®}} = NOPAT - WACC * TC^{392}}$$

gdzie:

NOPAT - zysk operacyjny netto po opodatkowaniu,
WACC - średni ważony koszt kapitału,
TC - zainwestowany kapitał.

Z metodycznego punktu widzenia obliczenie ekonomicznej wartości dodanej powinno się opierać na zysku operacyjnym netto po opodatkowaniu, który należy obciążyć ważonym kosztem zainwestowanego kapitału oraz zobowiązań, od których spółka płaci odsetki.

„Z menedżerskiego punktu widzenia istotna jest możliwość przedstawienia ekonomicznej wartości dodanej jako zestawienia dwóch stóp zwrotu: tej, którą przedsiębiorstwo rzeczywiście osiąga na swym kapitale (ROIC) oraz minimalnej stopy zwrotu, której osiągnięcia wymagają od firmy inwestorzy (WACC)” [Sokół i Surmacz 2009, s. 55].

Zwolennicy koncepcji EVA[®] uważają, że jest to obiektywny miernik bezpośrednio związany z tworzeniem wartości dla właścicieli.

„Pojęcie kreacji wartości w sensie, w jakim używa go G.B. Stewart - główny architekt EVA[®] - oznacza osiągnięcie nadwyżki rynkowej wartości spółki (MV) nad jej wartością księgową (IC), co mierzy MVA. Dzisiejsza MVA spółki to z kolei suma zdyskontowanych stopą kosztu jej kapitału - przyszłych, oczekiwanych przez rynek rocznych EVA” [Cwynar i Cwynar 2004, s. 34].

$$\mathbf{MVA = [wartość rynkowa] - [całkowity kapitał]}$$

Jeśli więc zarząd spółki chce, aby była ona wyceniana „z premią” w stosunku do jej wartości księgowej, co oznacza kreację wartości w sensie nadawanym temu pojęciu przez G.B. Stewarta, zarząd musi zapewniać zwrot z kapitału zainwestowanego w aktywa spółki (IC) wyższy od kosztu tego kapitału (EVA[®] > 0).

³⁹² Formuła definiuje zysk ekonomiczny jako nadwyżkę pozostałą po odjęciu od dochodów generowanych w działalności operacyjnej kosztu wynikającego z zainwestowanego w przedsiębiorstwie kapitału.

Wielkość EVA[®] określa, czy w analizowanym okresie wypracowane zyski wystarczyły na obsłużenie kapitału, a analiza miernika EVA[®] w czasie określa obraz tworzenia wartości.

Ekonomiczna wartość dodana posiada następujące cechy:

- 1) „korelacja z poziomem przyrostu majątku właścicieli kapitału,
- 2) korelacja z rozwojem ceny (kursów) akcji spółki,
- 3) uwzględnienie w rachunku kosztów kapitału,
- 4) możliwość zastosowania w funkcji kryterium wyboru wariantów inwestycyjnych, a także jako kryterium oceny procesów łączenia (fuzji) i przejęć przedsiębiorstwa,
- 5) możliwość wykorzystania w systemach motywacyjnych, w których premiovany jest przyrost wartości firmy” [Sokół i Surmacz 2009, s. 55].

Wskaźnik EVA[®] posiada także wady, do których zaliczane są:

- 1) duże zbieżności z tradycyjnymi metodami i wskaźnikami stosowanymi w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw³⁹³,
- 2) potencjalne konflikty pomiędzy EVA[®] a wartością przedsiębiorstwa³⁹⁴.

Miernik EVA[®] pozwala określić kwotę, którą w określonym czasie spółka dodaje do kapitału oddanego jej do dyspozycji przez właścicieli. Porównanie wyniku, który przedsiębiorstwo wypracowuje dzięki dostarczonemu kapitałowi z kosztem i ryzykiem jego pozyskania, pozwala ocenić; czy spółka pomnożyła swoją wartość, czy ją marnotrawi.

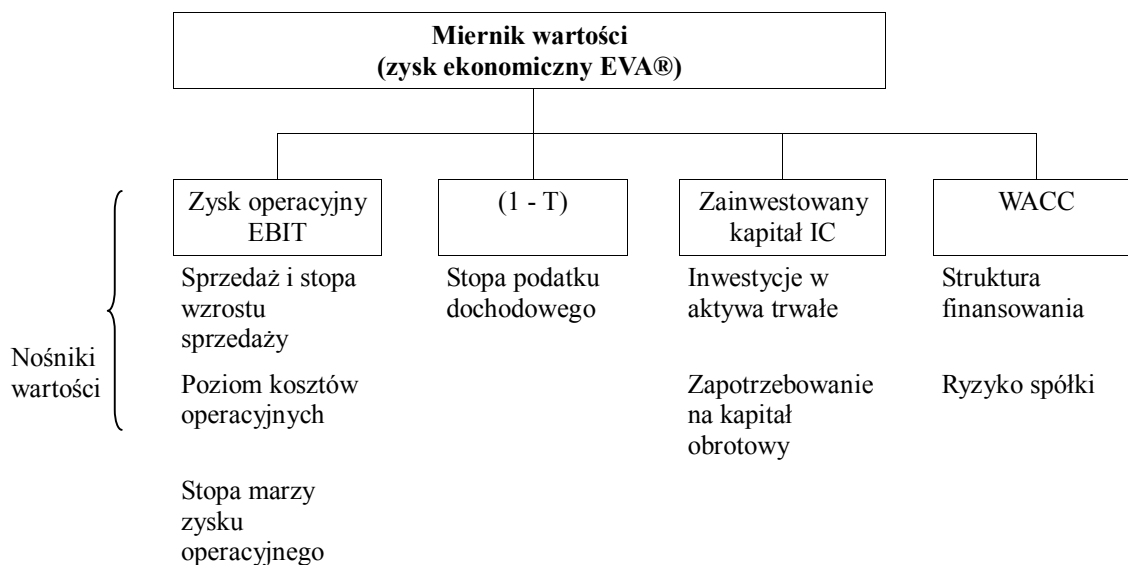
Dodatnia wartość EVA[®] stanowi nadwyżkę, która pozostaje w dyspozycji właścicieli po odjęciu wszystkich kosztów, w tym kosztu kapitału przez nich zainwestowanego³⁹⁵. Jeżeli EVA[®] wynosi 0, wówczas przedsiębiorstwo nie zrealizowało zysku ekonomicznego, co oznacza, że zwrot z kapitału pokrywa

³⁹³ Aktualna wartość projektu inwestycyjnego (NPV) odpowiada aktualnej wartości EVA[®] z okresu realizacji tego projektu, wycena przy pomocy EVA[®] jest równoważna z technikami wyceny kapitału własnego opartego na dyskontowaniu przyszłych dywidend.

³⁹⁴ Przeprowadzanie restrukturyzacji, która nie przyczynia się do zwiększenia przepływów operacyjnych w przyszłości, natomiast koszty restrukturyzacji zmniejszają wartość księgową kapitału. Zarząd wynagradzany za wzrost EVA[®] może zwiększać aktualną wartość kosztem jej zmniejszenia z przyszłych inwestycji. Zarząd podejmie przedsięwzięcia generujące większe przepływy operacyjne i jednocześnie obciążone większym ryzykiem.

³⁹⁵ EVA[®] jest dodatnia, jeżeli zarządzający przedsiębiorstwem realizują projekty inwestycyjne odznaczające się dodatnią zaktualizowaną wartością netto.

jedynie ryzyko podjęte przez inwestorów. Ujemna wartość EVA[®] oznacza zaś, że przedsiębiorstwo w danym okresie utraciło taką część swojej wartości ekonomicznej. Podsumowując, osiągnięta wartość EVA[®] zależna jest od czynników przedstawionych na schemacie 44.

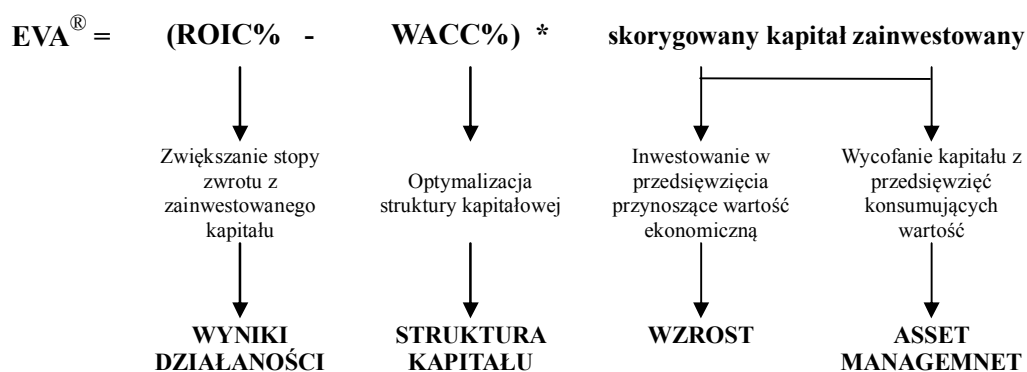


Schemat 44. Nośniki wartości jako czynniki tworzenia wartości spółki i kluczowe mierniki efektywności gospodarowania

Źródło G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007, s. 83.

Kluczowym aspektem aktywów przedsiębiorstwa według koncepcji EVA[®] jest to, iż kumulują one w sobie potencjał przyszłych przepływów pieniężnych netto, jakich oczekiwać można z tytułu ich dalszego użytkowania.

Zysk skapitalizowany w przedsiębiorstwie właściciele zainwestowanego kapitału mogą przeznaczyć albo na rozwój, albo na zwiększenie wypłat dywidend, albo też w ustalonych proporcjach na oba cele łącznie. Zarząd przedsiębiorstwa jest zwykle bardziej zainteresowany zatrzymaniem zysku aniżeli wypłatą dywidend. „Zysk zatrzymany umacnia poczucie bezpieczeństwa i prestiżu kierownictwa, ale także wzrost przyszłej wartości rynkowej akcji w rezultacie reinwestycji, wzrost wartości przedsiębiorstwa” [Krzemińska 2005, s. 222]. Przedstawiona na schemacie nr 45 metodologia szacowania wartości ekonomicznej w myśl Międzynarodowych Standardów Rachunkowości ma na celu zobrazowanie zakresu informacji możliwej do pozyskania.



Schemat 45. Ścieżki zwiększenia EVA[®]

Źródło: A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, FRRwP, Warszawa 2002, s. 99.

Zarząd spółki ma do dyspozycji wyżej przedstawione sposoby³⁹⁶ maksymalizacji wartości poprzez skoncentrowanie uwagi na EVA[®]. Pierwsza strategia polega na zwiększaniu stopy zwrotu z kapitału już zainwestowanego w operacje spółki (ROIC) przy danym poziomie WACC. Kolejna strategia polega na optymalizacji struktury źródeł finansowania operacji spółki w podziale na kapitał własny i obcy oraz kosztów związanych z posługiwaniem się każdym z tych kapitałów³⁹⁷.

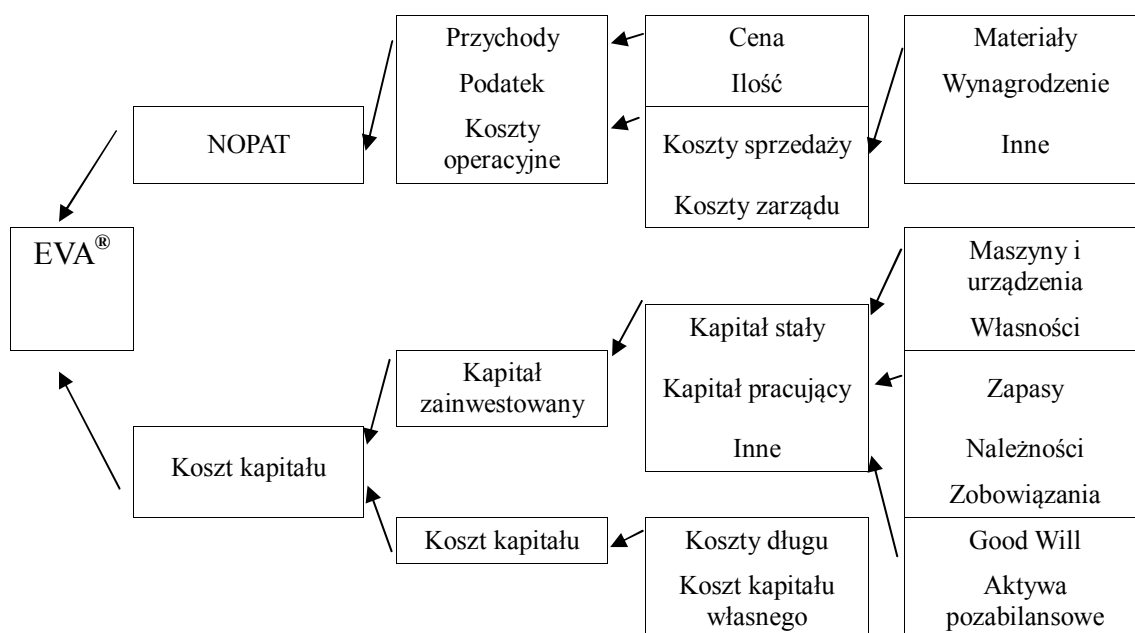
Podsumowując, miernik ekonomicznej wartości dodanej opiera się na zasadzie, że przedsiębiorstwo musi osiągnąć stopę zwrotu z całego zainwestowanego kapitału, o wartości przewyższającej jego koszt. Praktyczne wykorzystanie metodologii EVA[®] w systemie zarządzania generuje korzyści dla przedsiębiorstwa i jego właścicielki, do których zaliczyć należy:

- 1) EVA[®] integruje interesy właścicieli i zatrudnionych w organizacji,
- 2) EVA[®] jest miernikiem wartości dla właścicieli,
- 3) EVA[®] jest elastyczną miarą, która ukierunkowuje proces decyzyjny na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Syntetyczną formę składników wartości parametru EVA zaprezentowano na schemacie 46.

³⁹⁶ Operacje, inwestycje, dezinwestycje, finansowanie i przewaga konkurencyjna.

³⁹⁷ Kapitał własny, mimo że nie powoduje żadnych księgowych kosztów, jest droższy od kapitału obcego.



Schemat 46. Składniki wartości parametru EVA®

Źródło: *Demystifying EVA And EVA Implementation*, Fingan & Company LLC, Icelandic Management Association Conference on EVA, 1999.

Rozdział IV. Wpływ nadzoru korporacyjnego na wartość przedsiębiorstwa

1. Nadzór korporacyjny w spółkach z udziałem J.S.T.

1.1. Uzasadnienie celowości badania obszaru nadzoru korporacyjnego

Biorąc pod uwagę, iż ramy instytucjonalne oraz struktury i mechanizmy (kontrolne i motywacyjne) systemu nadzoru korporacyjnego są wypadkową uwarunkowań ekonomicznych, historycznych, społecznych i politycznych należy zadać sobie pytanie, co jest głównym celem nadzoru korporacyjnego? Przyjmując założenie, iż celem jest zapewnienie akcjonariuszom/udziałowcom oraz interesariuszom efektywnych procedur mających na celu zwiększanie wartości, ocena funkcjonowania nadzoru winna koncentrować się na stwierdzeniu czy dane przedsiębiorstwo działające w formie spółki kapitałowej maksymalizuje swoją wartość.

Celem badania zaprezentowanego w dysertacji jest zatem określenie efektywności nadzoru korporacyjnego w aspekcie procesowym³⁹⁸, czyli uzyskanie odpowiedzi na pytanie czy organy spółki wywiązują się z zadania maksymalizacji wartości dla właściciela, co winno stanowić podstawę do udzielenia absolutorium i przedłużenia mandatu osobom wchodzącym w skład organów nadzoru danej spółki.

W dysertacji przyjęto, że celem funkcjonowania nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie efektywnych procedur nadzoru zarządów spółek kapitałowych, ukierunkowanych na zapewnienie zgodności zarządzania z akceptowanymi przez rady nadzorcze celami właścicieli oraz zapewnienie atrakcyjności inwestycyjnej i dopływu środków finansowych, gwarantujących rozwój przedsiębiorstwa.

Fazę doboru próby podlegającej badaniu rozpoczęto od określenia tendencji zmian form działalności podmiotów gospodarczych w Polsce w latach 2000-2011. Korzystając z danych GUS, na podstawie systemu REGON, wykonano zestawienie, przedstawione w tabeli 23.

Tabela 23. Podmioty gospodarcze zarejestrowane w rejestrze REGON działające w Polsce w latach 2000-2011

Rok	Ogółem podmiotów	w tym przedsiębiorstwa państwowe	w tym spółdzielnie	w tym osoby fizyczne prowadzące działalność	w tym spółki handlowe	w tym spółki cywilne	w tym inne
2000	3 185 040	2 268	19 011	2 500 952	159 660	302 717	1 641
2001	3 325 540	2 054	18 812	2 666 855	177 085	290 890	1 681
2002	3 468 218	1 951	18 662	2 714 118	196 681	280 547	1 744
2003	3 581 593	1 736	18 548	2 795 860	208 753	279 208	1 777
2004	3 581 593	1 306	18 435	2 763 380	220 162	276 897	1 861
2005	3 615 621	1 029	18 303	2 776 459	230 588	277 422	1 884
2006	3 636 039	913	18 200	2 765 348	243 338	278 337	1 909
2007	3 685 608	572	18 128	2 787 650	258 299	280 890	1 944
2008	3 857 093	363	17 352	2 845 321	268 942	276 112	1 963
2009	3 742 673	289	17 193	2 815 617	283 712	267 615	1 991
2010	3 909 802	246	17 156	2 945 965	303 040	271 869	2 016
2011	3 869 897	194	17 067	2 871 457	322 474	276 380	2 102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS z lat 2001 ÷ 2012.

³⁹⁸ Instytucjonalny występuje z mocy prawa.

Zestawienie danych z tabeli 23 wykazało, że w latach 2000-2011 nastąpił spadek ilości przedsiębiorstw państwowych (o 89%) i spółdzielni (o 10%), przy jednoczesnym wzroście liczby osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą (wzrost o 18%). Ponadto wystąpił wzrost ilości spółek handlowych (o 19%), przy jednoczesnym spadku ilości spółek cywilnych (o 10%). Dalszy obszar obserwacji zawężono do spółek handlowych, z zachowaniem podziału na formy prawne (tabela 24).

Tabela 24. Ilość zarejestrowanych spółek w rejestrze REGON w Polsce w latach 2000-2011 według form prawnych

Rok	Spółki akcyjne	Spółki z o.o.	Spółki jawne	Spółki komandytowe	Spółki partnerskie	Spółki komandytowo-akcyjne*
2000	8 105	150 284	839	432	-	-
2001	8 486	161 049	6 803	538	206	3
2002	8 609	169 022	17 978	645	418	9
2003	8 641	177 380	21 370	763	581	18
2004	8 633	186 431	23 381	964	730	23
2005	8 607	195 029	24 847	1 213	849	43
2006	8 614	205 558	26 429	1 657	971	109
2007	8 853	216 887	28 587	2 632	1 086	254
2008	8 842	224 345	30 298	3 737	1 720	-
2009	8 969	236 355	31 353	5 004	2 031	-
2010	9 322	252 411	32 390	6 439	1 428	-
2011	9 797	268 550	32 711	8 282	1 134	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS z lat 2001 ÷ 2012, *zmiana sposobu kwalifikacji podmiotów.

Przedstawione w tabeli 24 zmiany wskazują na stały wzrost ilości podmiotów gospodarczych, które przyjęły jako formę działalności spółkę handlową. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż ilość spółek akcyjnych pozostawała na względnie stałym poziomie (wzrost o 15% w przeciągu 10 lat), natomiast spółki z o.o. zanotowały stały przyrost ilości 5% rocznie, w efekcie zwiększając liczbę zarejestrowanych podmiotów o 68%.

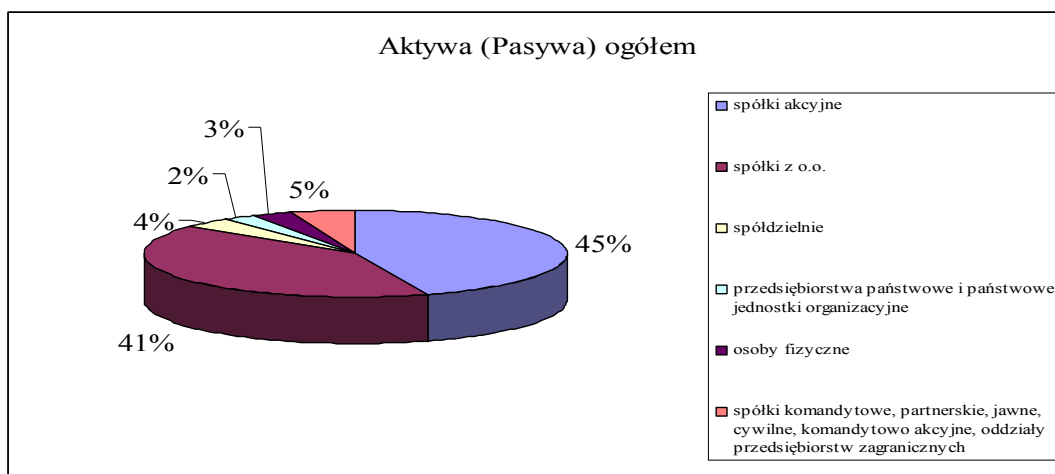
Drugim aspektem związanym z zawężaniem badanego obszaru jest wielkość aktywów, jakie znajdują się w dyspozycji grupy analizowanych spółek, z uwzględnieniem form prawnych, w ujęciu wartościowym. Zagadnienie to zaprezentowano w tabeli 25.

Tabela 25. Wielkość aktywów (pasywów) podmiotów gospodarczych w 2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]

Wyszczególnienie	Aktywa (pasywa) ogółem	Aktywa trwale	Aktywa obrotowe	Kapitał (fundusz) własny	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania
spółki akcyjne	1 046 182,50	684 714,80	361 467,70	549 927,00	496 255,50
spółki z o.o.	960 733,30	491 491,20	469 242,10	410 165,00	550 568,30
spółdzielnie	94 681,30	76 957,20	17 724,10	73 734,30	20 947,00
przedsiębiorstwa państwowe i państwowe jednostki organizacyjne	56 774,10	38 066,50	18 707,60	45 596,70	11 177,40
osoby fizyczne	73 333,60	31 078,90	42 254,80	37 946,90	35 386,80
spółki komandytowe, partnerskie, jawne, cywilne, komandytowo akcyjne, oddziały przedsiębiorstw zagranicznych	116 857,60	47 951,80	68 905,90	52 867,40	63 990,20

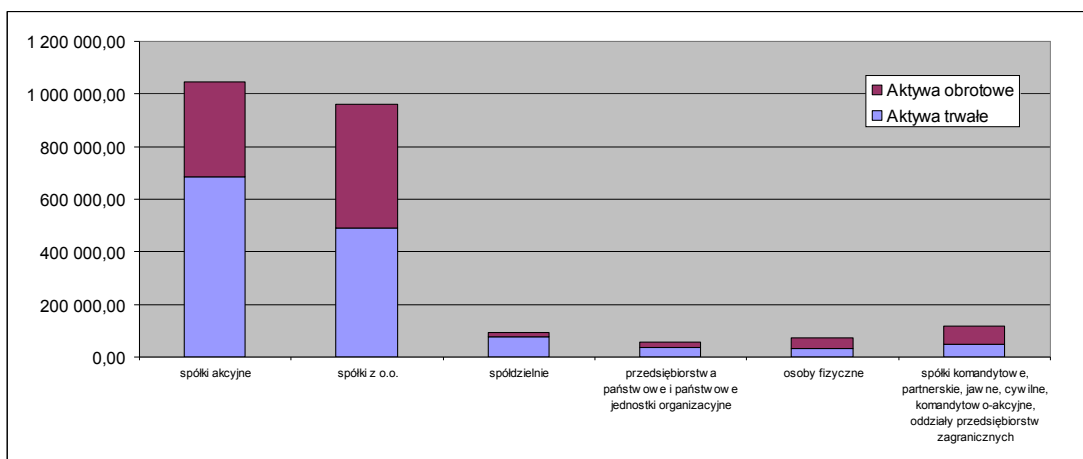
Źródło: GUS, *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2011 r.*, Warszawa 2012, s. 169

Zestawienie to obrazuje dominującą pozycję spółek prawa handlowego, które łącznie wykorzystują w działalności gospodarczej 86% aktywów w całej gospodarce krajowej. Strukturę form, wielkość aktywów i pasywów analizowanej grupy zaprezentowano na wykresie 1, 2 oraz 3.



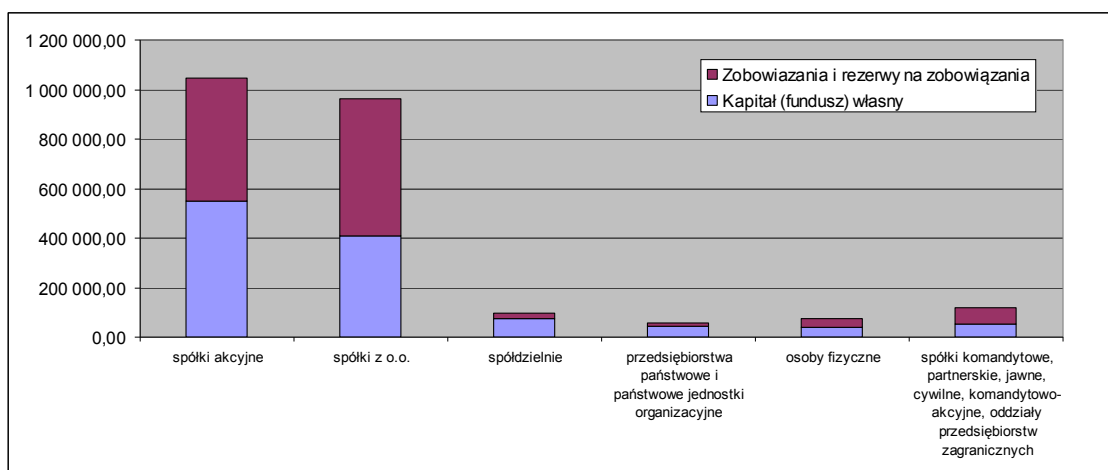
Wykres 1. Udział podmiotów gospodarczych według form prawnych w aktywach ogółem w Polsce w 2011 r.

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 2. Wielkość i struktura aktywów podmiotów w 2011 r. według form prawnych [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 3. Wielkość i struktura pasywów podmiotów w 2011 r. według form prawnych [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza powyższych tendencji pozwoliła na sformułowanie obszaru wymagającego ukierunkowania badań. Wzrost liczby spółek działających w Polsce w latach 2000-2011 świadczy o zwiększaniu się ich wpływu na całokształt życia gospodarczego. W związku z tym, zidentyfikowany został obszar badawczy, odnoszący się do analizy funkcjonowania nadzoru korporacyjnego spółek nienotowanych na giełdzie. Ponieważ spółki nienotowane, w stosunku do zarejestrowanych w rejestrze REGON stanowią pod względem ilościowym 96% spółek handlowych w Polsce, zostały one wstępnie wybrane jako grupa podlegająca badaniu wpływu funkcjonowania mechanizmów nadzoru korporacyjnego na wartość przedsiębiorstw.

Biorąc za podstawę, iż zachodzi domniemany związek odpowiedzialności za podejmowane decyzje i ich skutki, za podjęte działania organy spółki winny być rozliczone według koncepcji accountability³⁹⁹. Powstaje więc pytanie, za pomocą jakiego narzędzia można dokonać takiego rozliczenia? Nasuwającą się odpowiedzią jest zastosowanie analizy zmian wartości przedsiębiorstwa. Dla praktycznej realizacji koncepcji accountability możliwą do wykorzystania metodą byłoby oszacowanie wartości przedsiębiorstwa i obserwacja zmian tejże wartości z porównaniem z kosztami utraconych korzyści. W takim ujęciu zmiana wartości traktowana byłaby jako wynik oddziaływania nadzoru korporacyjnego.

Ponieważ „funkcjonowanie analizy ekonomicznej ma trwały związek z rachunkowością, której celem jest dostarczanie adekwatnych informacji dla zainteresowanych podmiotów wewnętrznych i zewnętrznych” [Jerzemowska i Jerzemowski 2001, s. 11], jako materiał źródłowy do wykonania proponowanej oceny wykorzystano sprawozdania finansowe spółki⁴⁰⁰.

Biorąc pod uwagę wykorzystanie sprawozdań finansowych należy wziąć pod uwagę, iż sterowanie przez zarząd wynikiem finansowym spółek związane jest ze stosowaniem szacunków. Najczęściej manipulowane są rezerwy i odpisy aktualizujące wartość firmy, wartości nieruchomości inwestycyjnych lub aktywów obrotowych. Zwiększenie rezerw oznacza dodatkowy koszt dla spółki, a ich rozwiązanie dodatkowy przychód i zmniejszenie kosztów. „Zdarzają się także manipulacje polegające na fałszowaniu dokumentacji finansowo-księgowej. Jednak głównym sposobem oszukiwania jest manipulacja przepisami (zasady amortyzacji, ujmowania kosztów i przychodów, pokusa odroczenia kosztów na okres po dniu sporządzenia sprawozdania, a przesunięcia rozpoznawania przychodów przed ten dzień). Pole do manipulacji leży także w informacji dodatkowej, a dokładniej zobowiązań pozabilansowych (kwestia zabezpieczeń, gwarancji, poręczeń)” [Pokoiska 2009, s. 2].

³⁹⁹ Accountability będąca podsystemem zarządzania obejmuje monitorowanie, wartościowanie i kontrolę agentów (menedżerów).

⁴⁰⁰ Jednak należy zwrócić uwagę, iż sprawozdanie finansowe nigdy nie podaje pełnych informacji o tym, co dzieje się w spółce. Pozwala jednak ocenić sytuację finansową i majątkową, ale tylko w takim zakresie, jaki został ujawniony. O prezentacji, formie i zawartości danych decyduje jednak zarząd spółki, a więc może wpływać na treść sprawozdania i informacje w nim ukazane.

Problemy związane z kreatywną księgowością i manipulowaniem przez zarząd treścią sprawozdań sprawiły, iż krąg osób ponoszących odpowiedzialność za sporządzanie sprawozdań finansowych, zgodnie z ustawą o rachunkowości został poszerzony o członków rady nadzorczej⁴⁰¹. Oznacza to, że rady nadzorcze zostały zobowiązane do zapewnienia prawidłowości i rzetelności sprawozdania oraz kompletności przedstawienia danych finansowych⁴⁰². „Zgodnie z dominującym poglądem doktryny obowiązek zbadania sprawozdań oznacza, że członek rady nadzorczej nie może powoływać się na brak kompetencji w zakresie rachunkowości czy rewizji finansowej. Członek rady powinien być świadomy swoich obowiązków i posiadać umiejętności umożliwiające mu ich wypełnianie” [Więckowska i Fila 2010, s. 88]. Tym samym odpowiedzialność rady została rozszerzona na okres od momentu powstania dokumentu źródłowego przez cały proces przetwarzania, aż do powstania sprawozdania finansowego⁴⁰³.

Regulacje zawarte w ustawie o rachunkowości zastrzegają, że rada nadzorcza ponosi solidarną odpowiedzialność z zarządem. Czynniki te skłaniają członków rad nadzorczych oraz zarządów do wypracowania schematów pracy w taki sposób, aby ryzyko nieprawidłowości przy sporządzaniu sprawozdania było jak najmniejsze, a jednocześnie zapewniały aktywność członków rady nadzorczej w procesie tworzenia sprawozdań finansowych⁴⁰⁴. Dlatego uznać należy, że sprawozdania finansowe, jako dokumenty wiarygodne stanowić mogą dokumentację źródłową do dokonania w przedmiotowej pracy oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego.

Próbie oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego dokonano z założeniem, że skuteczność działania organów nadzoru określa fakt czy wartość spółki wzrosła, czy też nie. Określenie efektywności nadzoru korporacyjnego dokonać można poprzez porównanie stopy wzrostu wartości

⁴⁰¹ Nowelizacja z dnia 18 marca 2008 r. ustawy o rachunkowości, Dz. U. z 2008 r., Nr 63, poz. 393.

⁴⁰² Zob. art. 4a ustawy o rachunkowości.

⁴⁰³ Wprowadzenie takiej regulacji jest kalką prawną z modelu anglosaskiego, nie uwzględniającą, że w Polsce stosowany poprzez zapisy k.s.h. jest model kontynentalny (niemiecki).

⁴⁰⁴ Należy jednak zauważyć, że obecna regulacja przepisów o rachunkowości jest niespójna z przepisami k.s.h., który określa podział ról i obowiązków między zarządem a radą nadzorczą. Przyjęta w kodeksie koncepcja nadaje radzie status nadzorczy i nieingerujący w codzienne zarządzanie spółką, a z drugiej strony nakłada się na członków rad nadzorczych odpowiedzialność za sporządzanie sprawozdań finansowych.

z oszacowanym kosztem utraconych korzyści. Założenie to związane jest z przekonaniem, iż rada nadzorcza winna pełnić rolę „nawigatora”, działań nastawionych na dbałość o wzrost wartości spółki. W takim ujęciu ekonomiczność działalności organów nadzoru może zostać określona poprzez uwzględnienie osiągniętego wzrostu wartości ze stopą zwrotu potencjalnej alternatywnej inwestycji, którą w dysertacji stanowić będzie potencjalna lokata bankowa.

W dysertacji dokonano próby syntetycznej oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, na podstawie kryterium zmian wartości przedsiębiorstwa. Zastosowane założenie do procesu oceny zmian wartości stanowi zapożyczenie z nauk fizycznych, w których występowanie danego zjawiska, pomimo braku bezpośrednich dowodów jego występowania mierzy się, określając siłę jego oddziaływania. Zapożyczenie tej formy wydaje się uzasadnione w aspekcie oceny kreowania wartości przez organy spółki, tj. zarząd i radę nadzorczą.

1.2. Założenia metodologiczne pracy

W tej części dysertacji przedstawiono argumentację przemawiającą za podjęciem badań w obszarze funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. w aspekcie związanym z kreowaniem ich wartości.

Pierwszy argument związany jest z ukształtowaniem się w praktyce działalności przedsiębiorstw funkcjonujących w oparciu o wiązki celów. W przypadku spółek z udziałem J.S.T., wiązka ta składa się z dwóch podstawowych celów, a mianowicie z realizacji zadań własnych gminy przekazanych w ramach gospodarki komunalnej spółce oraz dbałości o wzrost wartości przedsiębiorstwa, w którym J.S.T. ma udziały/akcje. Kwestia prowartościowego podejścia do spółek z udziałem J.S.T. wynika z faktu, iż w trakcie ich tworzenia dokonano wyłączenia składników rzeczowych z zasobów majątkowych gminy, powiatu, województwa i w efekcie utworzenia spółki przeniesienia na jej własność tychże aktywów. W takim przypadku najistotniejszym zagadnieniem staje się stwierdzenie czy przekazany majątek jest

wykorzystywany efektywnie i zgodnie z przeznaczeniem oraz czy przekazane spółce zasoby nie są marnotrawione.

Drugim argumentem przemawiającym za podjęciem badań w zakresie funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T jest okoliczność związana z faktem, iż powstanie spółki jako osoby prawnej, niezależnej od organu założycielskiego, powoduje przeniesienie kompetencji nadzorczych i uprawnień kontrolnych na poziom wewnętrznego organu spółki (rady nadzorczej), czyli implementowania wewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego w działalność przedsiębiorstwa, pierwotnie działającego jako jednostka budżetowa.

Trzecim argumentem przemawiającym za podjęciem badań w obszarze nadzoru jest zmiana pozycji J.S.T., która z właściciela zasobów, staje się posiadaczem udziałów/akcji reprezentujących jego udział kapitałowy w danej spółce. Udział ten, proporcjonalnie do udziału kapitałowego, zapewnia prawo do decydowania o przeznaczeniu osiągniętego wyniku finansowego. W takim ujęciu zagadnienie wzrostu wartości posiadanych udziałów/akcji zyskuje na znaczeniu, także w perspektywie potencjalnej sprzedaży posiadanych udziałów inwestorom zewnętrznym.

Kolejny argument związany jest z faktem, iż w przypadku spółek z udziałem J.S.T. istotne znaczenie zyskuje kwestia dbałości o wartość przedsiębiorstwa w aspekcie funkcjonowania finansów publicznych. Jedynie działalność nakierowana na wzrost wartości powoduje, że kreowana jest efektywna alokacja zasobów, generując zysk netto, który następnie zostaje przekształcony w kapitał własny spółki. Tym samym w budżetach samorządu nie muszą być zabezpieczanie środki na ewentualne dofinansowanie działalności, a więc nie występuje konieczność dodatkowego zadłużania J.S.T.

Kwestia dbałości o wartość przedsiębiorstwa ma także znaczenie w związku z uregulowaniem zawartym w art. 233 k.s.h. (dla spółki z o.o.), a także art. 397 k.s.h. (dla spółki akcyjnej), zgodnie z którym jeżeli bilans sporządzony przez zarząd wykaże stratę przewyższającą sumę kapitałów zapasowego i rezerwowych oraz połowę kapitału zakładowego (dla sp. z o.o.),

lub jedną trzecią kapitału zakładowego (dla S.A.) zarząd jest obowiązany niezwłocznie zwołać zgromadzenie wspólników w celu powzięcia uchwały dotyczącej dalszego istnienia spółki i podjęcia działań sanacyjnych.

Kolejny argument przemawiający za rozszerzeniem obserwacji nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. w aspekcie dbałości o wartość przedsiębiorstwa jest związany z coraz szerszym wykorzystywaniem przez te spółki kapitałów obcych, pozyskiwanych w sektorze bankowym na warunkach rynkowych, przy jednoczesnym przechodzeniu świadczonych przez te spółki usług w sferę komercjalizacji.

Ostatni argument przemawiający za dokonaniem badań w obszarze nadzoru korporacyjnego związany jest z udzielaniem przez J.S.T. pomocy publicznej. W trakcie jej weryfikacji dokonywany jest „test prywatnego inwestora”, którego punktem odniesienia jest porównanie inwestycji w bezpieczne papiery skarbowe z potencjalną inwestycją w udziały/akcje danego przedsiębiorstwa. Niespełnienie tego warunku powoduje kwalifikację pomocy jako nieuprawnioną i wiąże się z konsekwencjami prawnymi i finansowymi, zarówno dla J.S.T., jak i dla danego podmiotu.

Pytanie, w jaki sposób mierzyć i oceniać nadzór korporacyjny ma znaczenie podstawowe. W dysertacji, jako miernik pozwalający na dokonanie oceny efektywności funkcjonowania nadzoru korporacyjnego wykorzystano wielkość EVA^{®405}.

1.3. Hipoteza badawcza i założenia przebiegu badania

Hipoteza badawcza zakłada występowanie związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy osiąganymi wynikami ekonomicznymi, działającego w formie spółki prawa handlowego przedsiębiorstwa, a aktywną, nastawioną prowartościowo postawą osób wchodzących w skład organu nadzoru w spółce.

⁴⁰⁵ Domyślnie wzrost wartości przedsiębiorstwa łączy w sobie element sprawności i efektywności. Sprawność objawia się w kreowaniu wartości dodanej, mierzonej parametrem EVA[®], efektywność zaś ocenić można z wykorzystaniem koncepcji kosztów utraconych korzyści.

Przedstawione założenie jest związane z przekonaniem, że organizacjami gospodarczymi funkcjonującymi w postaci spółki kapitałowej, rządzą osoby, których działania wpływają na funkcjonowanie organizacji. Ponieważ to właśnie osoby zasiadające w radach nadzorczych winny oddziaływać na organ wykonawczy, można założyć, iż pośrednim efektem oddziaływania organu nadzoru będzie ukierunkowanie działań zarządu mających odzwierciedlenie we wzroście efektywności alokacji zasobów. Tak określona efektywność powinna objawić się wzrostem wartości przedsiębiorstwa⁴⁰⁶.

Brak założonej zmiany potwierdzi opinię o fasadowości działań rad nadzorczych w spółkach sektora komunalnego. Brak postawy prowartościowej może być związany z faktem, iż członkowie organu nadzoru preferują bierną postawę i nie angażują się w działalność spółki, uważając, że do ich zadań należy jedynie udział w posiedzeniu, a samo sprawowanie mandatu jest jedynie formą pseudoetatu i nie wymaga zaangażowania.

1.4. Charakterystyka zbioru danych i zastosowana procedura badawcza

W polskiej literaturze naukowej publikacji związanych z obszarem corporate governance, które miałyby charakter syntetyczny, w okresie lat 1990-2013 było stosunkowo niewiele. Tematyka funkcjonowania i efektywności corporate governance była w Polsce przedstawiana głównie w kontekście prawnym, a w mniejszym stopniu uwzględniała punkt widzenia ekonomii oraz nauk o zarządzaniu. Przyjęty zakres tematyczny był systematycznie poszerzany o kolejne publikacje [Kołodkiewicz 1999; Jerzemowska 2002; Rudolf 1999, 2002; Janusz i Stos 2002; Zalega 2003; Jeżak 2005, 2010; Lis i Sterniczuk 2005; Urbanek 2002, 2005, 2012; Peszko 2006; Czerniawski i Rapacka 2007; Aluchna 2007] uzupełniając tematykę corporate governance materiałami powstałymi w wyniku konferencji, organizowanych przez Katedrę Ekonomii Instytucjonalnej Uniwersytetu Łódzkiego⁴⁰⁷. W celu określenia obszaru badawczego, który nie

⁴⁰⁶ Nie ma w tym przypadku znaczenia zastosowana metoda szacowania wartości, gdyż istotniejszy jest kierunek zmian, niż same uzyskane wartości.

⁴⁰⁷ Prace zbiorowe pod redakcją S. Rudolfa „Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych”

został dogłębnie zbadany, posłużono się analizą bibliometryczną opracowań z lat 1995-2012. Identyfikację publikacji i artykułów odnoszących się do nadzoru korporacyjnego dokonano poprzez przeprowadzenie kwerendy biblioteczej. W jej wyniku uzyskano informację o zakresie obszarów nierozpoznanych oraz już zidentyfikowanych i opracowanych. Uzyskana próba liczyła ogółem 248 publikacji zwartych, 510 czasopiśmienniczych oraz 96 pochodzących innych źródeł. Przegląd literatury pozwolił na określenie obszaru niedostatecznie zbadanego, jakimi są spółki kapitałowe, nienotowane na giełdzie, funkcjonujące w sektorze komunalnym. W ujęciu podmiotowym zaledwie 5 publikacji poświęcono zagadnieniu funkcjonowania nadzoru korporacyjnego spółek prawa handlowego z udziałem jednostek samorządu terytorialnego. W ujęciu przedmiotowym dokonany przegląd pozwolił na wskazanie znikomego rozpoznania w zakresie efektywności nadzoru korporacyjnego (w ujęciu procesowym), gdyż większość publikacji koncentrowała się na instytucji rady nadzorczej, jako prawnie ustanowionego organu nadzoru (podejście instytucjonalne – prawne).

Mając na uwadze obszar tematyczny dysertacji, dokonano w bazie REGON identyfikacji spółek z udziałem J.S.T. Następnie, wykorzystując uzyskane dane, dokonano selekcji podmiotów, przyjmując za kryterium maksymalną wartość posiadanego przez daną spółkę majątku. W drodze eliminacji, na podstawie zidentyfikowanego kodu Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej zidentyfikowano grupę docelową analizy, którymi były spółki komunalne i których podstawowym rodzajem działalności było świadczenie usług związanych z zaopatrzeniem w wodę i odprowadzeniem ścieków.

W tabeli 26 i 27, przedstawiono wielkości odnoszące się do zbiorowości generalnej, występujących w rejestrze REGON na koniec 2011 r., a zajmujących się produkcją, uzdatnianiem i dostarczaniem wody oraz odprowadzaniem ścieków.

(2000), „Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego” (2002), „Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego” (2004), „Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym” (2006), „Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa” (2008) oraz praca zbiorowa pod redakcją P. Urbanka „Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu” (2010).

Tabela 26. Przedsiębiorcy zarejestrowanie w roku 2011 w systemie REGON w dziale poboru, uzdatnienia i dostarczania wody

Lp.	Forma organizacyjna	Liczba przedsiębiorców	Udział [%] w ilości
1	Zakłady budżetowe	652	39,83
2	Spółki prawa handlowego	536	32,74
3	Spółki wodne	261	15,94
4	Osoby fizyczne	154	9,41
5	Spółki cywilne	28	1,71
6	Przedsiębiorstwa państwowe	3	0,18
7	Spółdzielnie	3	0,18
	Ogółem	1637	100

Źródło: M. Bogdanowicz, *Przedsiębiorstwa wodociągowo-kanalizacyjne w Polsce. Struktura, forma własności, zatrudnienie, wynagrodzenia*. Izba Gospodarcza Wodociągi Polskie KAE3/V/2011, Bydgoszcz 2011, w *Kierunki ochrony konkurencji i konsumentów w sektorze wodociągowo-kanalizacyjnym*, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa 2011, s. 14.

Tabela 27. Przedsiębiorcy zarejestrowanie w roku 2011 w systemie REGON w dziale odprowadzanie i oczyszczanie ścieków

Lp.	Forma organizacyjna	Liczba przedsiębiorców	Udział [%] w ilości
1	Zakłady budżetowe	221	9,76
2	Spółki prawa handlowego	201	8,87
3	Osoby fizyczne	1732*	76,47
4	Spółki cywilne	110	4,86
5	Spółdzielnie	1	0,04
	Ogółem	2265	100

* tak wysoka liczba wynika z zarejestrowania działalności związanej z opróżnieniem szamb

Źródło: M. Bogdanowicz, *Przedsiębiorstwa wodociągowo-kanalizacyjne w Polsce. Struktura, forma własności, zatrudnienie, wynagrodzenia*. Izba Gospodarcza Wodociągi Polskie KAE3/V/2011, Bydgoszcz 2011, w *Kierunki ochrony konkurencji i konsumentów w sektorze wodociągowo-kanalizacyjnym*, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa 2011, s. 15.

W zbiorowości generalnej, spośród spółek prawa handlowego zajmujących się poborem wody, 517 podmiotów funkcjonowało w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, 14 jako spółki akcyjne, 3 jako spółki jawne i 2 jako komandytowe. Natomiast wśród ogółu podmiotów zajmujących się odprowadzaniem ścieków, 187 działało w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, 6 jako spółki akcyjne, 6 w formie spółki jawnej oraz 2 w formie spółki komandytovej⁴⁰⁸.

⁴⁰⁸ Informacje odnośnie form organizacyjno-prawnych zaczerpnięto z raportu UOKiK, *Kierunki ochrony konkurencji i konsumentów w sektorze wodociągowo-kanalizacyjnym*, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa 2011.

Wybierając grupę docelową badania, kierowano się kryterium funkcjonowania przedsiębiorstwa w formie spółki kapitałowej, tj. w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej.

W procesie badawczym zastosowano badanie częściowe, z wykorzystaniem progu istotności określonym na poziomie 100 tys. ludności dla miasta będącego siedzibą spółki. Proces selekcji podmiotów, które zostały poddane badaniu, został oparty na danych Głównego Urzędu Statystycznego, dotyczących liczby mieszkańców dużych miast, tj. powyżej 100 tys. [GUS 2008]. Z ogólnej liczby 908 miast w Polsce populacja 40 z nich, tj. powyżej 100 tys. stanowiła połowę wszystkich mieszkańców terenów zurbanizowanych w Polsce, dlatego przy doborze próby zastosowano technikę wyboru opartą na spełnieniu podanego kryterium progowego. Przyjęte kryterium pozwoliło na uzyskanie jednorodnej próby, gdyż we wszystkich spełniających wyżej opisane kryterium miastach funkcjonowały przedsiębiorstwa wodnokanalizacyjne w formie spółek prawa handlowego. Ustalona wielkość badanej próby, tj. 40 spółek przewyższyła wielkość określoną z zastosowaniem statystycznego podejścia do doboru próby⁴⁰⁹, co pozwoliło na dokonanie wnioskowania dla większości podmiotów funkcjonujących w formie spółek prawa handlowego. Zakres czasowy badania określono na lata 2001-2011, co wynikało z dostępności danych i czasookresem publikacji sprawozdań finansowych.

Wyselekcjonowana grupa 40 spółek komunalnych stanowiła populację podmiotów, których sprawozdania finansowe stanowiły podstawę dokonania procesu oszacowania wartości z zastosowaniem podejścia majątkowego oraz obliczenia parametru i współczynnika EVA[®].

W celu uniknięcia błędów transkrypcji dokonano weryfikacji danych na podstawie algorytmu dotyczącego sporządzania sprawozdań, zgodnie z ustawą o rachunkowości oraz sprawozdania z przepływów pieniężnych według Uchwały Komitetu Standardów Rachunkowości nr 5/03 z dnia 22 lipca 2003 r., tj. Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 1 (Dz. U. z 2003 r., Nr 12, poz. 69).

⁴⁰⁹ Przy populacji wynoszącej 536 spółek w skali całego kraju, przy zakładanym poziomie ufności 0,95 i przyjętym progu istotności 5% progowa wielkość próby wynosiła 27 podmiotów.

Tak dobrane parametry próby badawczej pozwoliły na zachowanie postulatu porównywalności danych podmiotów gospodarczych funkcjonujących w tym samym okresie, zakresie działalności i skali oraz obszaru oddziaływania, który koncentrował się na terenie miast stanowiących siedzibę spółki oraz gmin ościennych poszczególnych aglomeracji.

Przyjęty dobór spowodował, iż ocenie zostały poddane niezbadane dotychczas podmioty w zakresie funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, mające istotne znaczenie także społeczne, ponieważ oddziałujące bezpośrednio na ponad 10 mln konsumentów, a po uwzględnieniu ludności gmin ościennych, ponad 15 mln osób.

W przypadku wypisów z Krajowego Rejestru Sądowego ograniczenie czasu objętego badaniem związane było z faktem funkcjonowania rejestru KRS od 2001 r. W przypadku opublikowanych rocznych sprawozdań finansowych ograniczenie czasu uwzględnianych danych związane było z cyklem publikacyjnym Dziennika Urzędowego Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski B”. Ostatnie z branych pod uwagę sprawozdań za 2011 r. opublikowano w 2013 r.

Spółki, które zostały poddane analizie, prowadziły działalność w sektorze wodnokanalizacyjnym, określonym w Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej pod kodem 41.00 i 90.00. W analizowanym okresie kody 41.00 oraz 90.00 funkcjonowały zarówno w klasyfikacji PKD 1997 [Rozporządzenie Rady Ministrów z 7 października 1997] obowiązującej w latach 1998-2003, jak i w klasyfikacji PKD 2004 [Rozporządzenie Rady Ministrów z 20 stycznia 2004] obowiązującej w latach 2004-2011. Szczegółowy opis przedmiotu działalności odnosił się do spółek prowadzących działalność, która została określona w Dziale 40, Grupa 41.0, Klasa 41.00, Podklasa 41.00.A (Pobór i uzdatnianie wody, z wyjątkiem działalności usługowej) oraz 41.00.B (Działalność usługowa w zakresie rozprowadzania wody), a także określona w Dziale 90, Grupa 90.0, Klasa 90.00, Podklasa 90.00.D (Odprowadzanie ścieków).

W tabeli 28 zaprezentowano zestawienie spółek wchodzących w skład badanej zbiorowości.

Tabela 28. Podmioty gospodarcze podlegające badaniu według stanu na dzień 31.12.2011 r.

Lp.	Liczba ludności	KRS	REGON	Miasto	Typ spółki	Firma spółki
1	1706624	146138	015314758	Warszawa	S.A.	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
2	756583	57956	350720714	Kraków	S.A.	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
3	753192	45146	472836141	Łódź	sp. z o.o.	Zakład Wodociągów i Kanalizacji
4	632930	43801	930155369	Wrocław	sp. z o.o.	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
5	560932	234819	630999119	Poznań	sp. z o.o. S.A.	Aquanet
6	455717	6553	190590770	Gdańsk	S.A.	SAUR Neptun Gdańsk
7	407785	63704	811931430	Szczecin	sp. z o.o.	Zakład Wodociągów i Kanalizacji
8	361222	51276	090563842	Bydgoszcz	sp. z o.o.	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja
9	351806	17728	430981982	Lublin	sp. z o.o.	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
10	312201	247533	271506695	Katowice	S.A.	Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów
11	294143	24985	050207647	Białystok	sp. z o.o.	Wodociągi Białostockie
12	250242	126973	190563879	Gdynia	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
13	242300	57953	150354701	Częstochowa	S.A.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego
14	224857	33438	670110416	Radom	sp. z o.o.	Wodociągi Miejskie w Radomiu
15	222586	216608	270544618	Sosnowiec	S.A.	Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
16	206619	14934	871243538	Toruń	sp. z o.o.	Toruńskie Wodociągi
17	205902	147680	290856791	Kielce	sp. z o.o.	Wodociągi Kieleckie
18	197393	27652	271062577	Gliwice	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
19	189062	43723	272730182	Zabrze	sp. z o.o.	Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
20	184765	16744	270150701	Bytom	sp. z o.o.	Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne
21	175710	126352	510620050	Olsztyn	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji

22	175690	30779	002393877	Bielsko-Biała	S.A.	AQUA
23	171227	185541	691766988	Rzeszów	sp. z o.o.	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
24	144584	48747	271909683	Ruda Śląska	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
25	141080	101637	2767753888	Rybnik	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
26	129776	219629	270544647	Tychy	S.A.	Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
27	128795	91936	273306457	Dąbrowa Górnicza	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
28	128795	3384	277506503	Dąbrowa Górnicza	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW
29	126968	40316	610409926	Płock	sp. z o.o.	Wodociągi Płockie
30	126748	42312	530553792	Opole	sp. z o.o.	Wodociągi i Kanalizacja
31	126710	126018	170172210	Elbląg	sp. z o.o.	Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
32	125411	55358	210511028	Gorzów Wielkopolski	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
33	123635	97537	891404575	Wałbrzych	sp. z o.o.	Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
34	118432	31648	910510751	Wrocław	sp. z o.o.	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
35	117523	211506	978093091	Zielona Góra	sp. z o.o.	Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja
36	116118	85822	850305520	Tarnów	sp. z o.o.	Tarnowskie Wodociągi
37	113678	197406	278169870	Chorzów	sp. z o.o.	Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
38	108031	10157	250022522	Kalisz	sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
39	107376	31299	330032800	Koszalin	sp. z o.o.	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja
40	104754	64169	390038180	Legnica	S.A.	Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Ograniczeniem mającym znaczenie w procesie badawczym była kwestia niedostępności przez spółki planów rzeczowo-finansowych, przyjętych przez walne zgromadzenia na dany okres. Spowodowało to, iż nie było możliwe określenie funkcjonowania nadzoru w aspekcie stopnia realizacji założonych celów, ani w zakresie osiągnięcia postulowanych wielkości, co miało

konsekwencje w zakresie próby szacowania wartości przedsiębiorstw metodami dochodowymi. W związku z powyższym ocenę funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w aspekcie kreowania wartości przedsiębiorstwa dokonano na podstawie metody majątkowej, bazującej na danych historycznych i średniej stopie zwrotu z bonów skarbowych/lokat bankowych i wykorzystaniem parametru ekonomicznej wartości dodanej EVA[®].

Ponadto, uzasadnieniem podjęcia tematu odnoszącego się do problemu funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach wodnokanalizacyjnych jest przekonanie, iż woda stanowi dobro o nieuświadomionym charakterze strategicznym⁴¹⁰. Woda to „ropa przyszłego wieku, globalna konsumpcja wody podwaja się co każde 20 lat, przy ograniczonej jej podaży” [Cooper 2008].

Woda pitna jest dobrem mało elastycznym, w przypadku którego „współczynniki elastyczności dochodowej kształtują się w granicach 0,15 ÷ 0,50 (dobro podstawowe). Natomiast krótkookresowe współczynniki elastyczności cenowej wody pitnej kształtują się w granicach -0,04 ÷ -0,31, a współczynniki długookresowe w przedziale -0,60 ÷ -0,75. Niedostępne są wyniki badania elastyczności usług kanalizacyjnych” [Grzymała 2011, s. 32].

W skali globalnej branża wodociągowa w minionej dekadzie na fali prywatyzacji uległa zmianie, w związku ze zwiększaniem się udziału podmiotów prywatnych o globalnej skali działalności, co zostało przedstawione w tabeli 29.

Tabela 29. Przedsiębiorstwa branży wodnokanalizacyjnej o charakterze globalnym

Europa	Azja	Bliski Wschód i Północna Afryka	Ameryka Łacińska	Ameryka Północna	Australia	Afryka
Thames Water	AWG	ONDEO	ONDEO	Vivendi	ONDEO	Thames Water
ONDEO	ONDEO	Vivendi	American Water	Azurix	Vivendi	Vivendi
Vivendi	Vivendi	SAUR	Vivendi	United Water	.	ONDEO
AGBAR	Thames Water	.	AGBAR	ONDEO	.	SAUR
SAUR	.	.	SAUR	Aquarion	.	.
.	.	.	AWG	American Water	.	.

Źródło: Earle, A., 2001, *The Water Page, International Water Companies*, http://www.africanwater.org/int_companies1.htm [dostęp 8.11.2011].

⁴¹⁰ Blisko 1/6 światowej populacji odczuwa brak wody. W Stanach Zjednoczonych zapotrzebowanie na wodę wzrosło na przestrzeni ostatnich 30 lat trzykrotnie, podczas gdy populacja zwiększyła się o 50 proc. Globalnie konsumpcja wody podwaja się, co każde 20 lat. Dla porównania w Chinach, w których mieszka 21 proc. światowej populacji, znajduje się jedynie 7% globalnych zasobów wody.

W badanej próbie w ujęciu ilościowym, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością stanowiły 75% badanej próby, pozostałe 25% stanowiły podmioty gospodarcze prowadzące działalność w formie spółki akcyjnej. Zestawienie informacji źródłowej przedstawiono w tabeli 30.

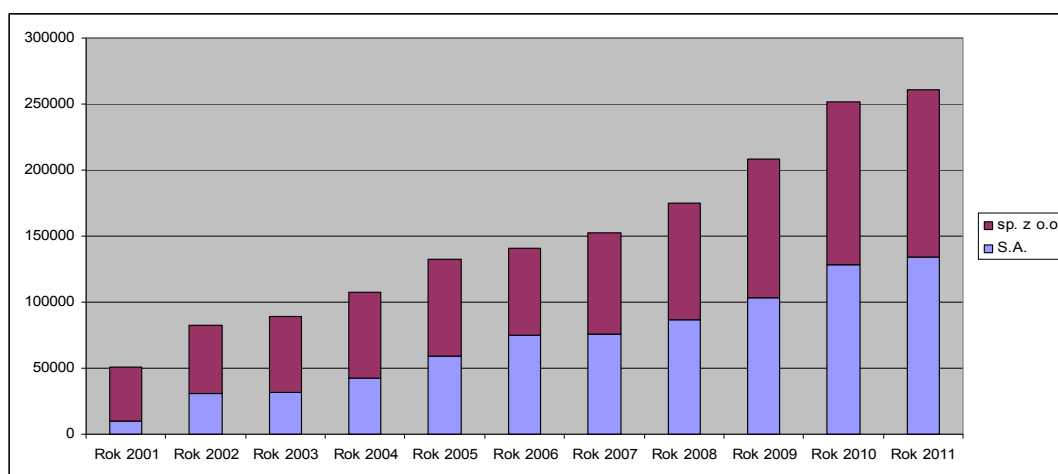
Tabela 30. Zestawienie form prawnych spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających na terenie miast powyżej 100 tys. mieszkańców

Forma prawna	Rok 2001	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
S.A.	5	6	6	8	10	10	10	10	10	10	10
sp. z o.o.	24	27	28	29	30	30	30	30	30	30	30
Ogółem spółek	29	33	34	37	40	40	40	40	40	40	40

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

W celu uzyskania informacji obrazującej kształtowanie się struktury w ujęciu pieniężnym dokonano agregacji danych odnoszących się do wielkości powierzonych aktywów, kapitałów własnych, uzyskiwanych przychodów i osiągniętych zysków z uwzględnieniem formy prawnej spółek.

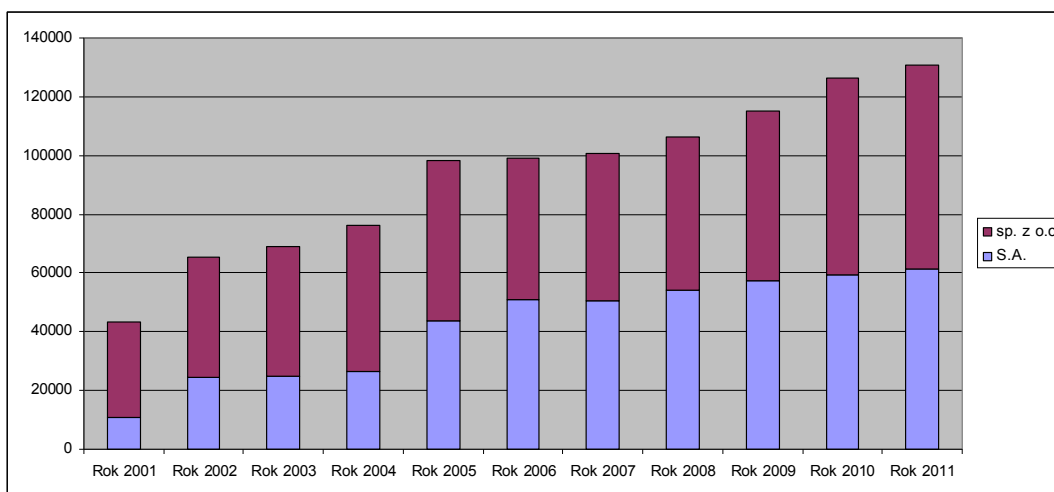
Badane spółki wodnokanalizacyjne w okresie objętym badaniem dysponowały aktywami o łącznej wartości przedstawionej na wykresie nr 4.



Wykres 4. Zintegrowana wielkość aktywów analizowanych spółek w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

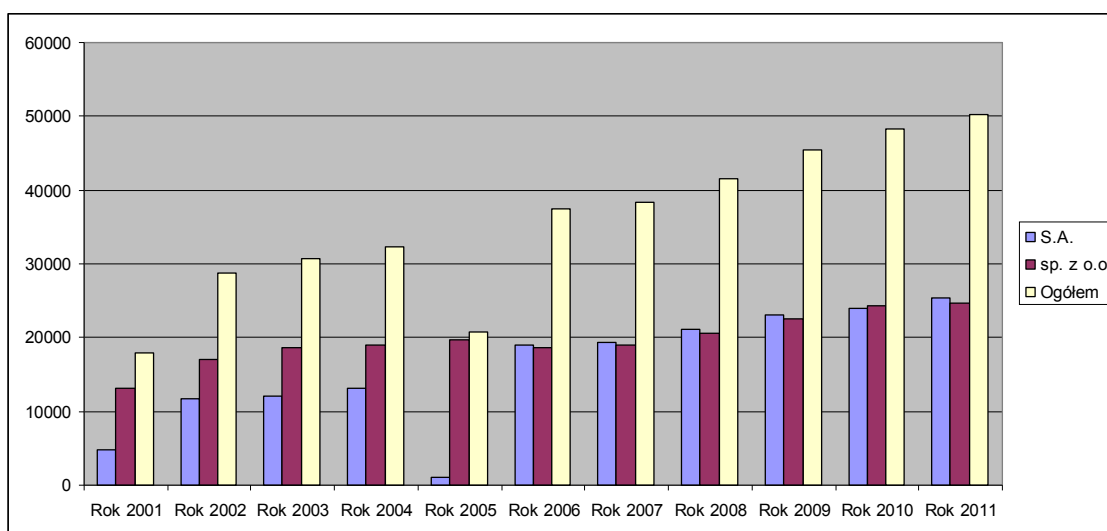
Spółki akcyjne posiadając początkowo zaledwie 25% udziału w badanej grupie w ilości podmiotów i taki sam udział w aktywach, po 8 latach funkcjonowania posiadają majątek stanowiący średnio 50% aktywów ogółem spółek wchodzących w skład badanej próby.



Wykres 5. Zagregowana wielkość kapitałów własnych analizowanych spółek w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

W latach 2001-2011 spółki z ograniczoną odpowiedzialnością posiadały średnio 58% udziału w aktywach badanej próby, pozostałe 42% posiadały spółki akcyjne, co zaprezentowano na wykresie 5.



Wykres 6. Zagregowana wielkość przychodów analizowanych spółek w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

Spółki będące przedmiotem badania wygenerowały zagregowane przychody ze sprzedaży w wielkościach zaprezentowanych na wykresie 6.

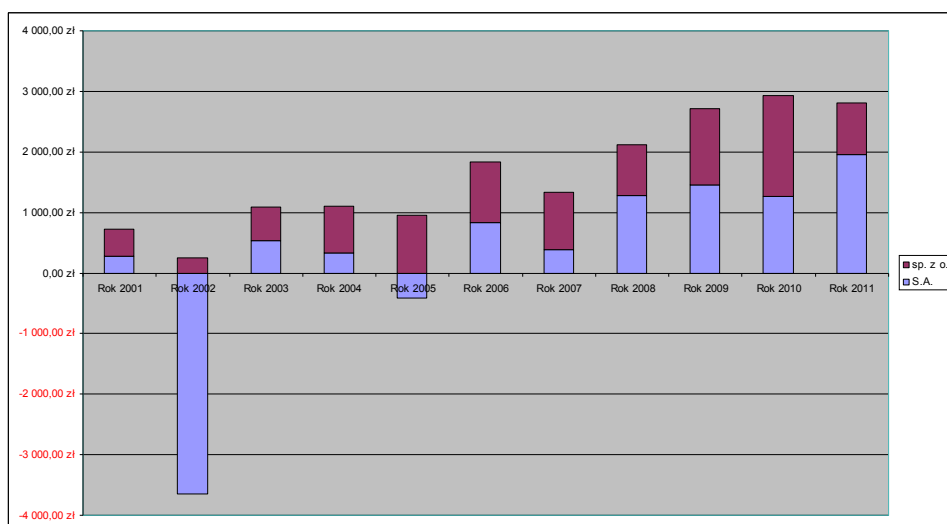
W latach 2001-2011 spółki z ograniczoną odpowiedzialnością generowały średnio 56% przychodu netto ze sprzedaży w badanej próbie, pozostałe 44% generowały spółki akcyjne. Spółki wchodzące w skład próby w latach 2001-2011 wygenerowały zagregowany zysk/stratę z działalności operacyjnej (EBIT) w wielkościach zaprezentowanych w tabeli 31.

Tabela 31. Zagregowana wielkość zysku/straty z działalności operacyjnej (EBIT) spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]

EBIT	Rok 2001	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
S.A.	275,65	-3 363,74	841,54	323,12	-149,65	1 191,99	640,81	1 624,85	2 018,12	1 753,72	2 862,74
sp. z o.o.	632,21	535,25	965,57	1 131,61	1 125,28	1 130,52	1 121,68	1 134,61	1 600,28	2 182,88	1 769,88
Ogółem	907,86	-2 828,48	1 807,11	1 454,73	975,63	2 322,50	1 762,50	2 759,46	3 618,39	3 936,60	4 632,62

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

W latach 2001-2011 spółki z ograniczoną odpowiedzialnością generowały średnio 55% działalności operacyjnej (EBIT) w badanej próbie, pozostałe 45% generowały spółki akcyjne. Spółki będące przedmiotem analizy w latach 2001-2011 osiągnęły wynik finansowy (zagregowany zysk/stratę netto) w wielkościach zaprezentowanych na wykresie 7.



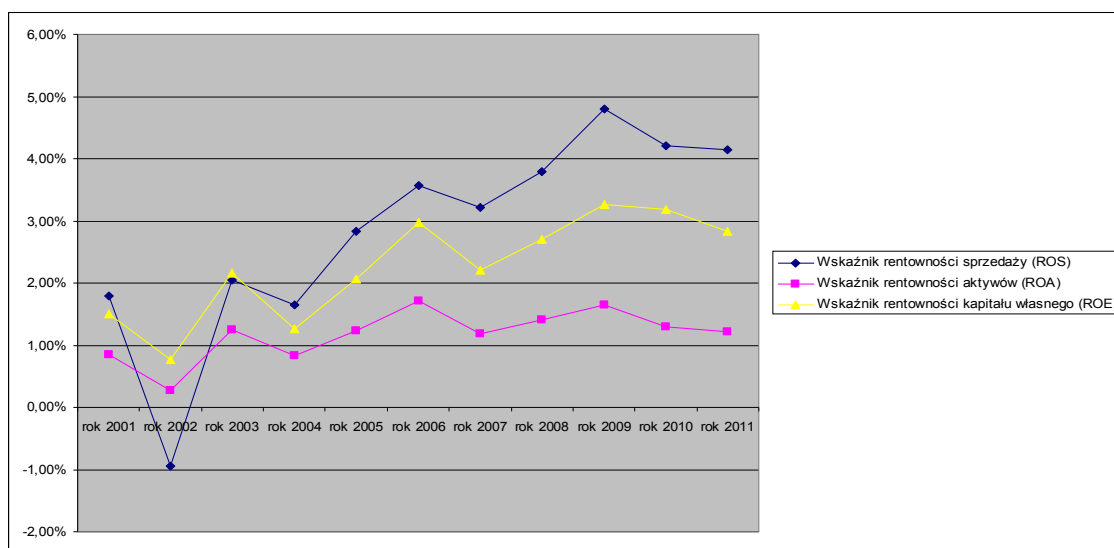
Wykres 7. Zagregowana wielkość osiąganego zysku netto spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

W latach 2001-2011 spółki z ograniczoną odpowiedzialnością generowały średnio 63% zysku netto w badanej próbie, pozostałe 37% generowały spółki akcyjne.

Zestawienie osiągniętych wskaźników w szeregu czasowym pozwala na określenie pozytywnej tendencji zmian wskaźników z obszaru rentowności. Rokiem przełomowym dla branży był rok 2002, od którego następowała stopniowa poprawa rentowności zarówno sprzedaży, jak i aktywów oraz kapitału własnego. Poprawa wskaźników związana była z dokonaniem procesu restrukturyzacji kosztowej przedsiębiorstw wodnokanalizacyjnych, po ich przekształceniu w spółki prawa handlowego.

Zestawienie wskaźników ROS, ROA, ROE spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 przedstawiono na wykresie nr 8.



Wykres 8. Wskaźniki ROS, ROA, ROE spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2012.

W okresie objętym badaniem spółki wchodzące w skład badanej grupy uzyskiwały dodatnie wielkości wskaźników rentowności (z wyjątkiem wskaźnika ROS w 2002 roku). Tendencja wzrostowa została zahamowana w 2009 roku i od tego roku wskaźniki rentowności zmniejszyły swoje wartości, nie przekraczając jednak poziomu 0%.

2. Zmiana wartości przedsiębiorstw wchodzących w skład analizowanej grupy

2.1. Parametry uzyskane w wyniku dokonania pomiaru zmian wartości

Efektywny system nadzoru korporacyjnego spełnia dwa wymagania. „Na poziomie mikroekonomicznym musi zadbać o to, aby przedsiębiorstwo dążyło do realizacji założonych celów. Natomiast na poziomie makroekonomicznym powinien wspierać jak najbardziej efektywną alokację oszczędności krajowych w ramach gospodarki” [Samborski 2012, s. 14]. „W gospodarce komunalnej występuje sytuacja, że założone wyniki należy osiągać możliwie najniższym kosztem. Dzięki takiemu działaniu, zgodnemu z zasadą racjonalnego gospodarowania, możliwe jest maksymalizowanie nadwyżki wpływów nad kosztami” [Grzymała 2011, s. 343].

Ponieważ współcześnie za cel działania przedsiębiorstwa uznawany jest wzrost wartości dla właścicieli, tym samym ocenę funkcjonowania nadzoru korporacyjnego można dokonać poprzez obserwację zmian wartości i poprzez porównanie ocenić występowanie lub brak oddziaływania członków rad nadzorczych na wartość przedsiębiorstwa działającego w formie spółki.

Przedstawione w rozdziale badania zostały podzielone na pięć etapów.

Pierwszy etap polegał na określeniu zmian wartości przedsiębiorstw działających w formie spółek prawa handlowego, których przedmiotem działalności jest świadczenie usług dostarczania wody i odprowadzania ścieków, w przypadku których właścicielem udziałów/akcji były J.S.T. W tym celu, w wyniku przeglądu teoretycznych metod mogących mieć potencjalne zastosowanie, jako mierniki służące ocenie zmian wartości wybrano metodę najbardziej adekwatną do obranego celu dysertacji, tj. określenia związku funkcjonowania nadzoru korporacyjnego z wartością przedsiębiorstwa. Zidentyfikowanie tendencji zmian wartości przedsiębiorstw dokonano z wykorzystaniem metody aktywów netto. Uzasadnieniem wybrania tej metody, jest jej łatwość zastosowania i dostępność danych w ujęciu pieniężnym. Biorąc

pod uwagę, że celem dysertacji nie jest dokonanie wyceny w celu sprzedaży spółki, ale określenie tendencji zmian wartości w danym okresie, wybór metody jest w pełni uzasadniony.

Drugi etap polegał na dokonaniu porównania uzyskanych parametrów zmian z zastosowaniem metody aktywów netto⁴¹¹ [MAN] z wielkością WIBID, która była traktowana jako punkt odniesienia dla potencjalnej, alternatywnej wersji zaangażowania kapitału. W celu uzyskania informacji o efektywności oddziaływania nadzoru korporacyjnego nakierowanego na wzrost wartości przedsiębiorstwa obliczona dynamika przyrostu wartości została porównana z potencjalną, alternatywną stopą zwrotu z inwestycji na rynku depozytów bankowych, z zastosowaniem wielkości WIBID. Porównanie to miało na celu określenie ilości podmiotów w badanej populacji, w przypadku których dynamika wartości MAN byłaby wyższa niż dynamika zmiany WIBID.

Etap trzeci polegał na obliczeniu, na podstawie danych opublikowanych w latach 2002-2013 sprawozdaniach finansowych oraz odpowiednich dla danego roku wielkości podatku CIT, inflacji oraz rentowności bonów skarbowych wielkości ekonomicznej wartość dodanej EVA[®] oraz współczynnika EVA[®].

Etap czwarty polegał na porównaniu struktury własnościowej poszczególnych spółek z osiągniętymi wynikami, zarówno w zakresie dynamiki zmian MAN, jak i współczynnika EVA[®].

Etap piąty polegał na testowaniu hipotezy o niezależności wartości przedsiębiorstwa oszacowanej metodą dochodową MAN i parametrem EVA[®]. Uzyskany wynik stanowił podstawę do dokonania określenia występowania zależności i określenia jakie zmienne były objaśniającymi i jak silny był ich wpływ.

⁴¹¹ Ze względu na strukturę majątkową spółek komunalnych, metoda wartości aktywów netto ma zastosowanie do wyceny przedsiębiorstw użyteczności publicznej, takich jak elektrociepłownie lub przedsiębiorstwa wodociągowe, ze względu na dominujący w nich udział aktywów trwałych w majątku spółki.

2.2. Określenie parametru zmian wartości przedsiębiorstwa szacowanej z zastosowaniem metody aktywów netto

Do oszacowywania zmian wartości przedsiębiorstwa z zastosowaniem metody aktywów netto wykorzystano dane z lat 2001-2011, przedstawione w sprawozdaniach finansowych spółek wchodzących w skład badanej próby.

W tabelach 32 i 33 zaprezentowano w ujęciu pieniężnym wielkości przedstawiające sumę aktywów i zobowiązań spółek wchodzących w skład badanej próby, które stanowiły podstawę do szacowania zmian wartości spółek z zastosowaniem metody aktywów netto. Na tej podstawie została oszacowana wartość przedsiębiorstw w latach 2002-2011, co zostało zaprezentowane w tabeli 34.

Tabela 32. Wartość aktywów spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców [zł]

Aktywa razem	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie		2 047 486 790,57	2 118 138 231,21	2 698 467 771,88	3 049 927 801,82	3 196 640 950,25	3 293 702 094,04	3 671 459 042,92	4 921 568 999,88	6 657 591 392,48	7 025 693 929,65
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	659 617 224,19	692 324 674,36	735 136 069,28	755 499 473,26	778 171 885,73	794 833 739,60	857 984 137,74	1 053 770 813,57	1 258 024 005,54	1 484 688 909,18	1 480 207 317,91
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi		56 106 981,61	61 814 794,22	58 319 619,51	62 558 368,14	75 489 654,06	72 571 021,99	74 037 018,99	79 336 502,49	84 979 015,32	105 852 031,61
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	539 420 938,49	723 230 676,98	760 487 022,58	847 417 254,12	933 629 667,39	941 815 217,65	983 399 240,73	1 045 683 172,02	1 171 238 439,73	1 450 267 774,76	1 540 924 669,35
Aquanet sp. z o.o., Aquanet S.A.	493 432 899,48	908 960 953,91	1 042 367 293,04	1 221 244 196,89	1 231 095 367,09	1 263 402 757,00	1 349 531 101,49	1 761 322 734,55	1 955 067 427,54	2 039 529 985,85	2 168 791 808,23
SAUR Neptun Gdańsk	48 194 170,20	52 651 524,20	56 208 953,52	63 214 842,21	66 481 332,50	69 968 657,89	67 741 577,49	80 710 205,48	75 452 278,70	83 268 996,61	90 933 333,64
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	175 684 753,43	173 829 569,64	197 319 328,72	326 923 576,41	453 188 882,05	670 143 152,57	919 437 547,42	1 161 598 194,01	1 344 916 113,25	1 456 558 517,79	1 434 924 441,24
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	208 009 238,12	316 253 315,80	351 045 698,14	403 800 349,36	450 214 607,00	546 965 994,28	695 279 540,49	896 791 000,00	1 098 812 000,00	1 465 207 511,29	1 410 741 695,26
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	227 727 883,56	231 985 875,48	259 727 540,38	267 129 413,63	284 729 206,45	287 296 800,95	323 926 376,50	330 821 000,17	365 936 821,65	381 500 569,00	395 546 907,04
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach					1 308 162 285,91	1 372 123 827,40	1 271 051 235,07	1 262 783 844,98	1 281 896 136,72	1 313 382 972,75	1 344 689 416,15
Wodociągi Białostockie	242 088 282,84	249 944 620,87	256 242 886,85	260 325 107,56	271 641 174,37	281 512 266,23	294 296 888,02	296 009 500,48	317 008 749,92	363 086 662,25	384 048 649,09
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	286 746 898,42	311 009 563,97	335 889 506,81	353 925 453,80	366 208 333,07	391 732 707,36	496 703 975,84	552 824 361,98	595 947 086,25	567 776 690,48	559 623 822,25
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	118 595 713,94	121 061 757,69	124 856 253,49	124 196 391,33	132 303 482,22	150 216 153,11	149 883 035,43	165 627 427,56	170 832 810,29	170 535 915,44	170 992 268,92
Wodociągi Miejskie w Radomiu	112 887 779,54	116 451 801,36	120 590 936,95	124 550 352,92	125 884 460,65	131 898 304,27	171 516 590,05	273 460 129,35	331 604 032,12	348 906 256,65	374 300 362,81
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu				349 708 286,24	350 182 317,06	350 956 217,37	356 235 829,33	367 531 960,35	370 454 124,14	373 798 141,16	383 438 509,62
Toruńskie Wodociągi	218 798 000,00	240 953 115,08	304 930 720,74	341 632 671,69	356 627 066,88	386 494 837,37	438 651 198,45	452 649 403,02	517 846 533,14	531 752 604,91	548 750 658,81
Wodociągi Kieleckie	86 638 529,61	89 836 009,86	92 529 886,58	95 700 388,48	98 926 928,65	98 424 244,76	102 457 526,88	120 218 191,15	154 650 386,30	332 900 093,58	400 346 436,38

Aktywa razem	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	179 573 141,54	177 554 914,57	170 571 521,24	187 581 290,22	197 461 424,25	231 121 880,77	294 488 045,52	337 154 710,26	362 685 379,20	359 745 305,28	369 500 939,56
Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	139 551 783,61	135 609 510,34	130 827 118,59	127 784 441,10	133 050 315,43	132 286 972,80	131 669 635,07	245 386 456,59	399 275 637,80	408 747 892,37	404 225 086,92
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	146 661 150,10	168 081 300,97	191 545 804,33	224 182 982,98	223 655 899,34	242 190 639,43	258 075 845,79	295 848 744,26	445 625 411,03	579 419 766,50	552 867 037,37
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	88 474 935,02	97 036 617,09	101 921 768,87	107 532 427,61	153 845 202,28	150 825 931,49	155 301 637,76	158 405 597,95	242 399 100,00	330 841 488,49	331 599 151,50
AQUA Bielsko Biała	402 875 000,00	417 440 000,00	413 673 000,00	421 701 000,00	408 551 000,00	428 451 000,00	466 579 000,00	448 350 000,00	439 595 000,00	458 405 654,34	500 224 489,60
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie					152 373 861,07	163 783 675,27	203 191 046,29	278 713 876,70	303 583 971,70	295 295 972,92	304 003 704,01
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	69 969 620,69	73 088 010,60	73 071 203,55	72 099 524,83	78 078 588,57	76 515 033,88	81 643 465,72	84 262 306,73	86 017 748,85	88 722 332,11	86 413 527,85
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	73 318 904,43	82 887 225,40	109 054 749,88	126 129 490,63	170 291 106,53	166 514 204,58	165 310 555,40	162 763 037,61	174 838 491,30	636 087 914,01	642 877 714,87
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach				106 801 178,04	108 831 009,62	107 904 781,73	113 839 393,50	118 432 238,73	127 475 110,89	127 703 647,55	132 806 559,67
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	129 326 201,48	129 537 436,68	129 645 721,01	135 833 987,80	138 491 942,37	136 710 169,63	156 125 609,96	140 874 119,12	139 781 540,30	142 081 061,85	151 127 716,57
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW			113 416 857,18	112 212 793,05	114 407 697,28	117 213 358,85	108 113 123,13	103 126 505,29	107 472 970,35	100 022 127,24	104 521 618,41
Wodociągi Płockie	93 947 460,00	99 264 907,12	101 321 225,34	113 862 793,48	118 264 395,44	123 586 461,00	127 626 075,58	147 022 585,03	163 710 095,60	179 223 377,34	216 606 388,37
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	140 661 230,14	140 962 335,98	157 851 374,79	151 665 862,35	146 642 540,37	143 369 703,94	137 541 518,46	136 478 815,14	302 782 358,03	309 073 572,97	318 696 624,32
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	78 300 276,30	82 937 343,39	83 332 766,55	94 779 426,87	105 653 602,68	119 295 702,39	133 994 884,96	150 010 507,27	207 196 727,70	214 062 685,19	219 973 164,02
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	153 347 091,46	163 055 970,46	160 235 874,42	162 648 468,08	163 747 040,60	170 658 663,37	169 048 296,78	189 649 801,38	205 201 444,31	205 460 529,90	207 555 318,59
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji		117 051 019,78	114 619 963,17	112 977 643,47	114 010 149,89	109 533 434,76	126 167 688,39	128 841 750,46	108 124 555,15	104 885 900,77	101 822 028,38
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	74 818 597,07	74 222 725,61	74 433 150,06	78 811 043,98	104 724 291,44	127 864 971,80	162 386 036,35	171 505 112,80	168 707 660,62	173 946 465,89	182 105 832,49
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja					97 428 523,71	104 257 272,10	151 307 055,43	240 141 327,88	278 812 421,71	288 049 722,36	301 265 172,63

Aktywa razem	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Tarnowskie Wodociągi	95 688 246,43	93 061 216,22	93 512 029,28	123 775 746,11	188 342 854,15	206 968 230,62	274 827 385,75	317 539 447,17	352 223 482,56	352 646 355,02	371 078 521,44
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji				98 114 008,55	99 636 708,97	101 794 664,33	111 066 652,62	158 440 074,14	236 074 007,75	328 127 149,11	346 132 954,91
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	70 404 220,20	75 297 136,04	77 896 855,88	79 083 795,23	77 922 855,85	77 787 539,96	76 635 218,90	76 112 416,40	79 421 280,17	79 886 002,47	99 108 037,20
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie		93 218 256,60	105 064 159,91	114 204 839,57	117 997 381,53	128 304 726,28	130 504 793,14	175 762 596,83	180 077 426,11	191 245 902,33	191 726 450,86
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	143 383 135,32	148 122 484,53	148 533 425,61	147 632 987,74	151 744 794,12	152 880 592,80	156 310 583,95	154 885 161,61	154 061 045,48	144 814 569,72	146 584 268,17

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Tabela 33. Wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców [zł]

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie		726 646 121,51	774 348 135,12	1 366 953 537,03	1 438 088 899,90	1 783 366 564,79	1 928 457 682,69	2 010 650 241,18	3 087 085 706,84	4 702 456 009,44	4 916 287 565,25
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	112 878 577,38	139 404 453,82	168 573 829,59	136 601 113,39	137 799 230,08	112 485 258,08	137 833 690,02	305 753 771,03	486 447 619,31	711 685 424,33	683 023 497,99
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi		23 672 265,20	26 888 582,08	22 530 977,31	22 067 521,50	26 549 073,25	28 744 636,40	27 153 945,57	29 474 634,74	36 093 893,17	63 290 150,96
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	96 102 176,84	252 904 136,53	191 473 070,96	212 027 316,71	258 756 618,87	234 612 576,91	244 551 766,14	295 501 782,07	403 415 944,59	614 173 708,63	755 543 550,20
Aquanet sp. z o.o., Aquanet S.A.	159 728 377,20	215 461 525,63	391 050 562,13	445 129 303,62	439 860 925,04	454 153 955,41	532 907 677,32	929 016 810,54	1 018 076 248,87	1 092 587 876,65	1 208 908 827,62
SAUR Neptun Gdańsk	34 223 256,81	38 351 329,41	41 321 313,63	47 980 154,73	50 796 107,31	53 639 284,97	50 915 443,06	59 565 228,93	52 640 832,41	58 958 834,58	65 282 469,62
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	24 255 614,94	20 996 241,23	29 238 353,22	94 889 173,03	215 551 942,79	423 478 793,30	654 596 398,16	878 192 200,35	1 042 310 833,50	1 107 708 201,54	1 079 629 717,57
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	24 881 748,07	40 633 577,89	73 983 695,50	101 482 521,46	146 762 669,13	242 024 176,29	375 654 694,94	576 888 000,00	761 072 000,00	1 073 682 137,64	997 835 896,04
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	40 226 653,12	43 548 896,96	60 617 827,97	58 749 279,46	63 691 422,47	62 816 680,09	83 978 125,74	74 918 404,52	74 112 856,19	75 376 611,55	98 002 271,90
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach					204 110 482,90	193 521 560,51	120 828 570,46	113 923 654,41	122 597 072,54	130 726 733,25	143 491 419,95
Wodociągi Białostockie	22 485 591,04	24 304 603,93	24 867 356,59	26 941 862,63	34 920 515,98	42 414 503,05	52 429 437,26	49 886 845,68	55 561 316,49	90 968 391,18	108 105 431,14
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	90 211 099,41	91 054 876,41	95 208 719,87	89 364 767,75	50 582 469,01	65 823 813,69	157 607 491,69	192 253 070,27	219 709 190,64	187 707 395,60	176 419 280,25
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	8 906 779,71	10 679 702,38	11 813 105,94	11 032 730,01	18 121 769,84	32 575 717,86	31 424 284,14	44 865 675,85	45 508 661,18	43 735 509,59	44 396 375,84
Wodociągi Miejskie w Radomiu	19 075 481,79	6 166 703,71	7 319 730,10	6 666 629,62	6 702 092,38	8 847 249,26	45 056 233,46	126 408 228,31	185 525 377,21	195 253 197,22	199 437 039,12
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu				292 866 148,84	14 544 954,73	15 676 626,04	13 590 156,06	23 415 893,32	23 777 162,31	24 076 991,52	27 703 448,96
Toruńskie Wodociągi	17 294 000,00	20 777 919,56	20 556 944,27	18 790 783,50	37 401 871,89	65 821 091,44	112 590 948,83	127 218 964,36	187 906 456,30	202 497 912,53	144 695 929,47
Wodociągi Kieleckie	8 395 924,84	9 291 224,28	9 030 554,35	11 208 436,10	12 630 034,81	10 566 150,49	19 186 558,10	34 365 680,80	63 003 995,79	230 309 919,54	290 510 262,59
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	82 216 089,96	82 113 110,38	74 496 129,52	79 656 182,19	82 513 838,53	110 087 274,66	145 870 068,46	166 269 802,24	129 779 510,72	96 665 994,41	97 482 985,68

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	87 870 800,36	81 733 845,05	74 948 632,34	70 136 073,46	66 298 069,30	63 153 834,29	61 643 926,98	171 925 376,69	314 231 365,51	247 928 867,02	196 594 782,90
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	21 893 543,04	34 508 834,02	56 451 504,58	90 740 297,71	87 257 746,26	84 534 158,41	95 243 021,37	132 384 480,57	255 221 443,97	277 737 154,73	240 052 165,94
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	4 425 752,31	5 156 457,80	5 802 771,67	9 784 977,55	20 892 360,04	17 856 654,23	22 255 884,19	24 667 985,80	105 880 064,40	183 569 331,69	182 738 235,02
AQUA Bielsko Biała	213 933 000,00	108 903 000,00	107 913 000,00	109 423 000,00	101 296 000,00	118 238 000,00	155 969 000,00	140 807 000,00	124 434 000,00	125 954 737,52	159 243 069,76
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie					15 976 978,23	16 231 444,48	43 733 758,50	98 180 483,99	113 559 603,58	98 860 098,15	96 081 792,64
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	13 670 814,26	19 497 463,28	16 886 068,85	14 394 859,83	15 249 140,87	12 768 560,27	14 680 979,05	18 165 938,82	15 597 741,70	19 262 626,52	23 683 852,05
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	5 420 464,53	14 425 516,47	21 382 887,18	37 976 343,60	50 031 998,36	45 564 994,81	44 038 396,80	41 417 296,51	38 916 064,86	42 529 636,21	36 471 049,70
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach				17 044 452,44	18 712 235,52	16 419 095,07	18 649 581,55	19 205 200,57	28 294 142,26	27 609 766,79	30 256 194,44
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	75 785 664,95	7 784 820,81	8 088 308,19	10 097 152,40	11 208 875,08	10 167 975,75	28 539 603,34	13 349 777,49	12 176 225,46	14 310 258,65	79 693 370,09
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW			4 243 856,25	2 540 088,93	3 548 281,74	6 245 691,49	4 902 518,65	4 208 927,01	6 424 922,90	6 677 704,60	20 331 385,23
Wodociągi Płockie	4 441 770,57	10 385 885,19	19 168 099,18	29 570 836,59	22 179 353,54	24 183 563,30	23 332 773,32	28 255 180,35	33 371 398,84	48 619 524,22	94 981 558,08
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	56 568 382,04	56 778 802,83	59 965 224,15	43 445 172,25	37 441 911,61	32 304 092,51	23 937 495,41	20 844 783,32	18 638 045,97	18 431 518,12	10 719 859,45
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	18 277 739,65	18 769 280,74	19 352 500,90	15 772 531,59	24 385 395,80	36 546 694,08	48 884 390,18	62 956 604,35	92 929 746,63	99 553 184,98	14 115 850,96
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	4 675 976,79	6 482 796,03	3 604 520,91	2 930 948,76	3 537 881,34	10 001 732,79	7 888 232,67	8 776 938,02	12 399 263,59	11 157 888,87	23 227 848,96
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji		13 290 010,64	13 105 862,86	11 801 187,69	13 501 655,21	12 901 377,89	32 014 734,18	33 921 999,66	12 913 107,92	13 927 282,76	7 187 304,65
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	5 883 459,14	5 353 063,93	5 143 539,83	9 225 824,98	34 613 736,41	57 399 276,78	90 596 041,48	99 061 013,54	92 716 560,22	93 540 640,23	99 860 239,95
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja					6 080 188,22	5 750 555,96	41 252 623,07	120 412 985,66	145 382 707,96	147 488 124,85	158 562 840,79
Tarnowskie Wodociągi	4 565 863,76	4 561 350,83	4 943 892,98	5 078 599,58	13 468 018,23	25 407 370,40	83 668 302,22	120 499 086,75	151 528 101,31	149 427 373,22	166 248 763,41

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji				15 295 220,26	19 626 533,04	21 535 196,22	30 023 869,26	70 484 577,17	142 029 091,17	226 738 123,41	231 208 583,36
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	9 150 717,42	8 659 474,43	8 467 826,99	7 938 399,34	7 089 603,35	6 283 701,53	5 240 758,88	4 955 277,41	5 806 317,94	6 115 165,12	7 874 670,39
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie		12 187 071,80	23 962 830,88	38 477 989,05	40 690 652,46	27 885 191,14	29 168 675,41	72 900 719,33	24 998 504,42	35 122 194,57	34 538 636,19
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	17 931 914,89	22 703 459,83	21 838 267,35	20 892 997,53	21 289 960,44	20 679 646,40	21 952 817,24	20 522 068,20	19 148 743,19	9 936 903,76	11 421 690,42

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Tabela 34. Oszacowana wartość metodą aktywów netto spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców [zł]

Oszacowane wartości metodą aktywów netto	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie		1 320 840 669,06	1 343 790 096,09	1 331 514 234,85	1 611 838 901,92	1 413 274 385,46	1 365 244 411,35	1 660 808 801,74	1 834 483 293,04	1 955 135 383,04	2 109 406 364,40
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	546 738 646,81	552 920 220,54	566 562 239,69	618 898 359,87	640 372 655,65	682 348 481,52	720 150 447,72	748 017 042,54	771 576 386,23	773 003 484,85	797 183 819,92
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi		32 434 716,41	34 926 212,14	35 788 642,20	40 490 846,64	48 940 580,81	43 826 385,59	46 883 073,42	49 861 867,75	48 885 122,15	42 561 880,65
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	443 318 761,65	470 326 540,45	569 013 951,62	635 389 937,41	674 873 048,52	707 202 640,74	738 847 474,59	750 181 389,95	767 822 495,14	836 094 066,13	785 381 119,15
Aquanet sp. z o.o., Aquanet S.A.	333 704 522,28	693 499 428,28	651 316 730,91	776 114 893,27	791 234 442,05	809 248 801,59	816 623 424,17	832 305 924,01	936 991 178,67	946 942 109,20	959 882 980,61
SAUR Neptun Gdańsk	13 970 913,39	14 300 194,79	14 887 639,89	15 234 687,48	15 685 225,19	16 329 372,92	16 826 134,43	21 144 976,55	22 811 446,29	24 310 162,03	25 650 864,02
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	151 429 138,49	152 833 328,41	168 080 975,50	232 034 403,38	237 636 939,26	246 664 359,27	264 841 149,26	283 405 993,66	302 605 279,75	348 850 316,25	355 294 723,67
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	183 127 490,05	275 619 737,91	277 062 002,64	302 317 827,90	303 451 937,87	304 941 817,99	319 624 845,55	319 903 000,00	337 740 000,00	391 525 373,65	412 905 799,22
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	187 501 230,44	188 436 978,52	199 109 712,41	208 380 134,17	221 037 783,98	224 480 120,86	239 948 250,76	255 902 595,65	291 823 965,46	306 123 957,45	297 544 635,14
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach					1 104 051 803,01	1 178 602 266,89	1 150 222 664,61	1 148 860 190,57	1 159 299 064,18	1 182 656 239,50	1 201 197 996,20
Wodociągi Białostockie	219 602 691,80	225 640 016,94	231 375 530,26	233 383 244,93	236 720 658,39	239 097 763,18	241 867 450,76	246 122 654,80	261 447 433,43	272 118 271,07	275 943 217,95
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	196 535 799,01	219 954 687,56	240 680 786,94	264 560 686,05	315 625 864,06	325 908 893,67	339 096 484,15	360 571 291,71	376 237 895,61	380 069 294,88	383 204 542,00
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	109 688 934,23	110 382 055,31	113 043 147,55	113 163 661,32	114 181 712,38	117 640 435,25	118 458 751,29	120 761 751,71	125 324 149,11	126 800 405,85	126 595 893,08
Wodociągi Miejskie w Radomiu	93 812 297,75	110 285 097,65	113 271 206,85	117 883 723,30	119 182 368,27	123 051 055,01	126 460 356,59	147 051 901,04	146 078 654,91	153 653 059,43	174 863 323,69
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu				56 842 137,40	335 637 362,33	335 279 591,33	342 645 673,27	344 116 067,03	346 676 961,83	349 721 149,64	355 735 060,66
Toruńskie Wodociągi	201 504 000,00	220 175 195,52	284 373 776,47	322 841 888,19	319 225 194,99	320 673 745,93	326 060 249,62	325 430 438,66	329 940 076,84	329 254 692,38	404 054 729,34
Wodociągi Kieleckie	78 242 604,77	80 544 785,58	83 499 332,23	84 491 952,38	86 296 893,84	87 858 094,27	83 270 968,78	85 852 510,35	91 646 390,51	102 590 174,04	109 836 173,79

Oszacowane wartości metodą aktywów netto	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	97 357 051,58	95 441 804,19	96 075 391,72	107 925 108,03	114 947 585,72	121 034 606,11	148 617 977,06	170 884 908,02	232 905 868,48	263 079 310,87	272 017 953,88
Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	51 680 983,25	53 875 665,29	55 878 486,25	57 648 367,64	66 752 246,13	69 133 138,51	70 025 708,09	73 461 079,90	85 044 272,29	160 819 025,35	207 630 304,02
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	124 767 607,06	133 572 466,95	135 094 299,75	133 442 685,27	136 398 153,08	157 656 481,02	162 832 824,42	163 464 263,69	190 403 967,06	301 682 611,77	312 814 871,43
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	84 049 182,71	91 880 159,29	96 118 997,20	97 747 450,06	132 952 842,24	132 969 277,26	133 045 753,57	133 737 612,15	136 519 035,60	147 272 156,80	148 860 916,48
AQUA Bielsko Biała	188 942 000,00	308 537 000,00	305 760 000,00	312 278 000,00	307 255 000,00	310 213 000,00	310 610 000,00	307 543 000,00	315 161 000,00	332 450 916,82	340 981 419,84
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie						136 396 882,84	147 552 230,79	159 457 287,79	180 533 392,71	190 024 368,12	196 435 874,77
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	56 298 806,43	53 590 547,32	56 185 134,70	57 704 665,00	62 829 447,70	63 746 473,61	66 962 486,67	66 096 367,91	70 420 007,15	69 459 705,59	62 729 675,80
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	67 898 439,90	68 461 708,93	87 671 862,70	88 153 147,03	120 259 108,17	120 949 209,77	121 272 158,60	121 345 741,10	135 922 426,44	593 558 277,80	606 406 665,17
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach				89 756 725,60	90 118 774,10	91 485 686,66	95 189 811,95	99 227 038,16	99 180 968,63	100 093 880,76	102 550 365,23
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	53 540 536,53	121 752 615,87	121 557 412,82	125 736 835,40	127 283 067,29	126 542 193,88	127 586 006,62	127 524 341,63	127 605 314,84	127 770 803,20	127 899 867,61
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW			109 173 000,93	109 672 704,12	110 859 415,54	110 967 667,36	103 210 604,48	98 917 578,28	101 048 047,45	93 344 422,64	97 334 313,76
Wodociągi Płockie	89 505 689,43	88 879 021,93	82 153 126,16	84 291 956,89	96 085 041,90	99 402 897,70	104 293 302,26	118 767 404,68	130 338 696,76	130 603 853,12	136 913 018,28
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	84 092 848,10	84 183 533,15	97 886 150,64	108 220 690,10	109 200 628,76	111 065 611,43	113 604 023,05	115 634 031,82	284 144 312,06	290 642 054,85	298 365 239,09
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	60 022 536,65	64 168 062,65	63 980 265,65	79 006 895,28	81 268 206,88	82 749 008,31	85 110 494,78	87 053 902,92	114 266 981,07	114 509 500,21	124 991 605,94
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	148 671 114,67	156 573 174,43	156 631 353,51	159 717 519,32	160 209 159,26	160 656 930,58	161 160 064,11	180 872 863,36	192 802 180,72	194 302 641,03	196 835 459,14
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji		103 761 009,14	101 514 100,31	101 176 455,78	100 508 494,68	96 632 056,87	94 152 954,21	94 919 750,80	95 211 447,23	90 958 618,01	87 706 177,42
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	68 935 137,93	68 869 661,68	69 289 610,23	69 585 219,00	70 110 555,03	70 465 695,02	71 789 994,87	72 444 099,26	75 991 100,40	80 405 825,66	82 245 592,54
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja					91 348 335,49	98 506 716,14	110 054 432,36	119 728 342,22	133 429 713,75	140 561 597,51	142 702 331,84
Tarnowskie Wodociągi	91 122 382,67	88 499 865,39	88 568 136,30	118 697 146,53	174 874 835,92	181 560 860,22	191 159 083,53	197 040 360,42	200 695 381,25	203 218 981,80	204 829 758,03

Oszacowane wartości metodą aktywów netto	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji				82 818 788,29	80 010 175,93	80 259 468,11	81 042 783,36	87 955 496,97	94 044 916,58	101 389 025,70	114 924 371,55
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	61 253 502,78	66 637 661,61	69 429 028,89	71 145 395,89	70 833 252,50	71 503 838,43	71 394 460,02	71 157 138,99	73 614 962,23	73 770 837,35	91 233 366,81
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie		81 031 184,80	81 101 329,03	75 726 850,52	77 306 729,07	100 419 535,14	101 336 117,73	102 861 877,50	155 078 921,69	156 123 707,76	157 187 814,67
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	125 451 220,43	125 419 024,70	126 695 158,26	126 739 990,21	130 454 833,68	132 200 946,40	134 357 766,71	134 363 093,41	134 912 302,29	134 877 665,96	135 162 577,75

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

2.3. Zmiany wartości przedsiębiorstwa w ujęciu majątkowym [MAN] rozpatrywane z poziomu kosztów utraconych korzyści [WIBID]

W celu ustalenia efektywności nadzoru korporacyjnego posłużono się testem inwestorskim, pod którego pojęciem rozumiana jest hipotetyczna inwestycja w udziały/akcje danego przedsiębiorstwa.

Dla określenia kosztów utraconych korzyści posłużono się kalkulacją potencjalnej lokaty bankowej dla danych okresów, w których stopy procentowe oszacowano za pomocą średniej wielkości WIBID 1R. Uzyskaną wielkość zaprezentowano w tabeli 35.

Tabela 35. Średnia wysokość WIBID latach 2002-2011

Okres	Średnia wysokość WIBID 1R
2002	8,15%
2003	5,26%
2004	6,47%
2005	4,94%
2006	4,25%
2007	4,92%
2008	6,40%
2009	4,47%
2010	4,09%
2011	4,58%
średnia	5,36%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji o średniej wysokości WIBID w danym roku <http://www.money.pl/pieniadze/depozyty/srednia/> [dostęp 9.11.2012].

Natomiast porównanie zmian wartości przedsiębiorstwa, określonych za pomocą metody aktywów netto do średniej wysokości WIBID przedstawiono w tabeli 36.

Tabela 36. Zmiany wartości określonej metodą aktywów netto spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2002-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców oraz wielkości WIBID (%)

Zmiana parametru wartości (nominalnie) / Koszty utraconych korzyści WIBID 1Y	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011	Średnia [spółka]
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie		1,74%	-0,91%	21,05%	-12,32%	-3,40%	21,65%	10,46%	6,58%	7,89%	6,58%
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	1,13%	2,47%	9,24%	3,47%	6,55%	5,54%	3,87%	3,15%	0,18%	3,13%	3,31%
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi		7,68%	2,47%	13,14%	20,87%	-10,45%	6,97%	6,35%	-1,96%	-12,93%	6,35%
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	6,09%	20,98%	11,67%	6,21%	4,79%	4,47%	1,53%	2,35%	8,89%	-6,07%	5,44%
Aquanet sp. z o.o., Aquanet S.A.	107,82%	-6,08%	19,16%	1,95%	2,28%	0,91%	1,92%	12,58%	1,06%	1,37%	1,93%
SAUR Neptun Gdańsk	2,36%	4,11%	2,33%	2,96%	4,11%	3,04%	25,67%	7,88%	6,57%	5,51%	4,11%
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	0,93%	9,98%	38,05%	2,41%	3,80%	7,37%	7,01%	6,77%	15,28%	1,85%	6,89%
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	50,51%	0,52%	9,12%	0,38%	0,49%	4,82%	0,09%	5,58%	15,93%	5,46%	5,14%
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	0,50%	5,66%	4,66%	6,07%	1,56%	6,89%	6,65%	14,04%	4,90%	-2,80%	5,28%
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach					6,75%	-2,41%	-0,12%	0,91%	2,01%	1,57%	1,24%
Wodociągi Białostockie	2,75%	2,54%	0,87%	1,43%	1,00%	1,16%	1,76%	6,23%	4,08%	1,41%	1,59%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	11,92%	9,42%	9,92%	19,30%	3,26%	4,05%	6,33%	4,34%	1,02%	0,82%	5,34%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	0,63%	2,41%	0,11%	0,90%	3,03%	0,70%	1,94%	3,78%	1,18%	-0,16%	1,04%
Wodociągi Miejskie w Radomiu	17,56%	2,71%	4,07%	1,10%	3,25%	2,77%	16,28%	-0,66%	5,19%	13,80%	3,66%
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu				490,47%	-0,11%	2,20%	0,43%	0,74%	0,88%	1,72%	0,88%
Toruńskie Wodociągi	9,27%	29,16%	13,53%	-1,12%	0,45%	1,68%	-0,19%	1,39%	-0,21%	22,72%	1,53%
Wodociągi Kieleckie	2,94%	3,67%	1,19%	2,14%	1,81%	-5,22%	3,10%	6,75%	11,94%	7,06%	3,02%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	-1,97%	0,66%	12,33%	6,51%	5,30%	22,79%	14,98%	36,29%	12,96%	3,40%	9,42%
Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	4,25%	3,72%	3,17%	15,79%	3,57%	1,29%	4,91%	15,77%	89,10%	29,11%	4,58%
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	7,06%	1,14%	-1,22%	2,21%	15,59%	3,28%	0,39%	16,48%	58,44%	3,69%	3,49%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	9,32%	4,61%	1,69%	36,02%	0,01%	0,06%	0,52%	2,08%	7,88%	1,08%	1,89%
AQUA	63,30%	-0,90%	2,13%	-1,61%	0,96%	0,13%	-0,99%	2,48%	5,49%	2,57%	1,55%

Zmiana parametru wartości (nominalnie) / Koszty utraconych korzyści WIBID 1Y	rok 2002	rok 2003	rok 2004	rok 2005	rok 2006	rok 2007	rok 2008	rok 2009	rok 2010	rok 2011	Średnia [spółka]
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie					8,18%	8,07%	13,22%	5,26%	3,37%	5,85%	6,96%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	-4,81%	4,84%	2,70%	8,88%	1,46%	5,05%	-1,29%	6,54%	-1,36%	-9,69%	2,08%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	0,83%	28,06%	0,55%	36,42%	0,57%	0,27%	0,06%	12,01%	336,69%	2,16%	1,50%
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach				0,40%	1,52%	4,05%	4,24%	-0,05%	0,92%	2,45%	1,52%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	127,40%	-0,16%	3,44%	1,23%	-0,58%	0,82%	-0,05%	0,06%	-0,13%	0,10%	0,12%
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW			0,46%	1,08%	0,10%	-6,99%	-4,16%	2,15%	-7,62%	4,27%	0,28%
Wodociągi Płockie	-0,70%	-7,57%	2,60%	13,99%	3,45%	4,92%	13,88%	9,74%	0,20%	4,83%	4,14%
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	0,11%	16,28%	10,56%	0,91%	1,71%	2,29%	1,79%	145,73%	2,29%	2,66%	2,29%
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	6,91%	-0,29%	23,49%	2,86%	1,82%	2,85%	2,28%	31,26%	0,21%	9,15%	2,86%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	5,32%	0,04%	1,97%	0,31%	0,28%	0,31%	12,23%	6,60%	0,78%	1,30%	1,04%
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji		-2,17%	-0,33%	-0,66%	-3,86%	-2,57%	0,81%	0,31%	-4,47%	-3,58%	-2,17%
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	-0,09%	0,61%	0,43%	0,75%	0,51%	1,88%	0,91%	4,90%	5,81%	2,29%	0,83%
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja					7,84%	11,72%	8,79%	11,44%	5,35%	1,52%	8,31%
Tarnowskie Wodociągi	-2,88%	0,08%	34,02%	47,33%	3,82%	5,29%	3,08%	1,85%	1,26%	0,79%	2,47%
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji				-3,39%	0,31%	0,98%	8,53%	6,92%	7,81%	13,35%	6,92%
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	8,79%	4,19%	2,47%	-0,44%	0,95%	-0,15%	-0,33%	3,45%	0,21%	23,67%	1,71%
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie		0,09%	-6,63%	2,09%	29,90%	0,91%	1,51%	50,76%	0,67%	0,68%	0,91%
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	-0,03%	1,02%	0,04%	2,93%	1,34%	1,63%	0,00%	0,41%	-0,03%	0,21%	0,31%
WIBID 1Y	8,15%	5,26%	6,47%	4,94%	4,25%	4,92%	6,40%	4,47%	4,09%	4,58%	

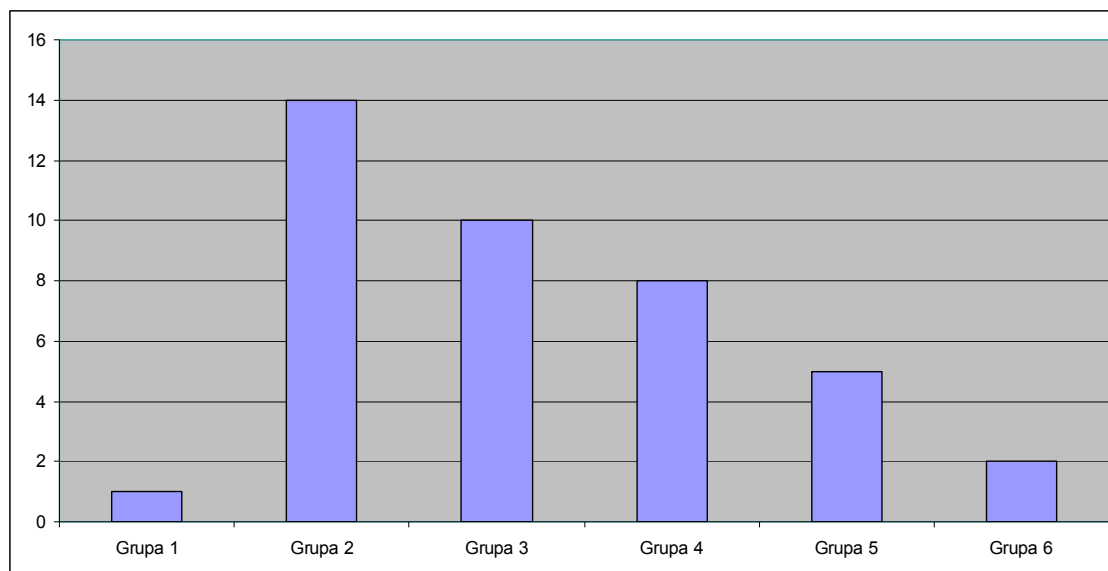
Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie powyższych danych skonstruowano szereg rozdzielczy, zawierający 6 klas. Liczbę klas i rozpiętość przedziałów klasowych oraz ilość spółek w danej klasie przedstawiono w tabeli 37.

Tabela 37. Szereg rozdzielczy dla zmian wartości MAN

Stopa wzrostu wartości przedsiębiorstwa	Ilość spółek	Zakres klasy uzależniony od % zmiany MAN		Wskaźnik struktury	Liczebność skumulowana	Częstość skumulowana
		od	do			
	n_i			ω_i	n_{isk}	ω_{isk}
Klasa 1	1	-2,17%	-0,23%	0,03	1	0,03
Klasa 2	14	-0,23%	1,70%	0,35	15	0,38
Klasa 3	10	1,70%	3,63%	0,25	25	0,63
Klasa 4	8	3,63%	5,56%	0,20	33	0,83
Klasa 5	5	5,56%	7,49%	0,13	38	0,95
Klasa 6	2	7,49%	9,42%	0,05	40	1,00
Razem	40	-	-	1	-	-

Na wykresie 9, zaprezentowano wyniki analizy procentowej zmiany [MAN] w formie graficznej.



Wykres 9. Rozkład ilościowy podmiotów w klasach zmiany [MAN]

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie obserwacji szeregu skumulowanego w analizowanym czasie można stwierdzić, iż ponad połowa (spółek 63%) nie zwiększyła wartości w stopniu wyższym niż zmiana WIBID (tj. 5,36 %).

Obserwacja zmian wartości przedsiębiorstwa z wykorzystaniem metody aktywów netto pozwoliła na określenie następujących tendencji.

Porównując ze sobą uzyskane wielkości, tj. stopę zwrotu ze zwiększenia wartości przedsiębiorstwa z potencjalną inwestycją w lokatę bankową (z uwzględnieniem średniej wartości WIBID⁴¹² 1Y)⁴¹³, uzyskano informację, iż potencjalna inwestycja w udziały spółek nie była tak korzystna, jak alternatywna, tj. w formie depozytu bankowego. Uzyskany wynik świadczy o niezrealizowaniu przez osoby wchodzące w skład organów spółki celu, jakim jest wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę hipotetyczną inwestycję w rocznym horyzoncie czasowym w 2002 i 2003 roku tylko 8 spółek pozwoliło na osiągnięcie wyniku porównywalnego z lokatą bankową. W roku 2004 i 2005 wielkość ta wyniosła już 11-13 spółek. W roku 2006 i 2007 liczba ta została ograniczona do poziomu z lat 2002/2003. Natomiast w 2008 roku nabycie udziałów/akcji 12 spółek było inwestycją korzystniejszą z punktu widzenia inwestora. W 2009 roku nabycie udziałów/akcji 23 spółek przyniosło wyższy zysk niż lokata bankowa. W roku 2010 posiadanie udziałów/akcji 17 spółek pozwoliło na osiągnięcie zysku wyższego niż potencjalna lokata, a w 2011 roku liczba ta wyniosła tylko 13.

Biorąc pod uwagę układ danych jedynie jeden podmiot (tj. Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach) w okresie ostatnich 7 lat zwiększał wartość powyżej stopy zwrotu inwestycji alternatywnej. Żadna ze spółek nie zdołała jednak wygenerować takiego wzrostu wartości udziałów/akcji, który w całym okresie kształtowałby się poziomie wielkości WIBID. Natomiast aż 5 podmiotów (tj. Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji) nigdy nie osiągnęło poziomu wzrostu wartości przedsiębiorstwa porównywalnego z wielkością WIBID 1R.

⁴¹² Roczna stopa procentowa, jaką płać banki za środki przyjęte w depozyt od innych banków.

⁴¹³ <http://www.money.pl/pieniadze/depozyty/srednia/> [dostęp 1.09.2011 r.]

Uwzględniając fakt, iż próba pod względem ilości wynosi 40 podmiotów, liczba przedsiębiorstw, w których działania rady nadzorczej i zarządu jedynie w jednym roku przekroczyła więcej niż połowę należy uznać, iż organy te nie realizują podstawowego celu przedsiębiorstwa, czyli zwiększania jego wartości.

2.4. Określenie wielkości EVA[®] dla spółek wchodzących w skład badanej próby

Przy określeniu ekonomicznej wartości dodanej dla spółek wchodzących w skład badanej próby uwzględniono następujące parametry:

- dane finansowe odnośnie kapitałów własnych i obcych, amortyzacji, przychodów i kosztów operacyjnych oraz zmian aktywów obrotowych i zobowiązań (uzyskane z bilansu, rachunku zysków i strat, sprawozdania z przepływów pieniężnych spółek wchodzących w skład próby);
- dla inflacji uwzględniono dane przedstawione w tabeli 38, zawierającej komunikat Głównego Urzędu Statystycznego odnośnie do kształtowania się CPI;

Tabela 38. Średnia inflacja latach 2001-2011

Okres	Średnia wysokość inflacji
2001	5,50%
2002	1,90%
2003	0,80%
2004	3,50%
2005	2,10%
2006	1,00%
2007	2,50%
2008	4,20%
2009	3,50%
2010	2,60%
2011	4,30%

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, http://www.stat.gov.pl/gus/5840_1634_PLK_HTML.htm [dostęp 1.09.2012 r.]

- koszt kapitału obliczono na podstawie formuły WACC, gdzie przyjęto iloczyn udziałów procentowych rodzajów kapitału (własnego i obcego) i odpowiedniego kosztu kapitału (jednostkowego kosztu kapitału obcego oraz jednostkowego kosztu kapitału własnego);
- wyznaczenie kosztu kapitału własnego oparto na modelu CAPM, gdzie za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnią rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych⁴¹⁴. Uwzględnione wielkości przedstawiono w tabeli 39;

Tabela 39. Średnia rentowność bonów skarbowych w latach 2001-2011

Okres	Średnia rentowność bonów skarbowych (52-tygodniowych)
2001	14,64%
2002	8,21%
2003	5,34%
2004	6,60%
2005	5,08%
2006	4,19%
2007	4,62%
2008	6,51%
2009	4,65%
2010	3,92%
2011	4,38%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji o przetargach dla 52 tygodniowych bonów w danym roku <http://www.money.pl/pieniadze/bony/archiwum/> [dostęp 1.09.2012 r.].

- premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej określono na podstawie danych z serwisu www.stern.nyu.edu, za A. Damodaranem;
- koszt kapitału obcego, oszacowano za pomocą średniorocznej wysokości WIBOR 1R, określonej na podstawie średnich wartości dla danego roku, wyliczonych na podstawie informacji przedstawionych w serwisie www.money.pl. Uwzględnione wielkości przedstawiono w tabeli 40.

⁴¹⁴ Potencjalna inwestycja w udziały spółek za horyzont czasowy przyjmuje rok, co odpowiada 52-tygodniowym terminem zapadalności bonów.

Tabela 40. Średnia wysokość WIBOR latach 2001-2011

Okres	Średnia wysokość WIBOR 1R
2001	15,02%
2002	8,50%
2003	5,47%
2004	6,67%
2005	5,13%
2006	4,44%
2007	5,11%
2008	6,60%
2009	4,67%
2010	4,44%
2011	6,76%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji o średniej wysokości WIBOR w danym roku <http://www.money.pl/pieniadze/depozyty/zlotowearch/> [dostęp 1.09.2012 r.].

Przy kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej (EVA[®]) wykorzystano wielkość WIBOR, która została w obliczeniach zwiększona o średnioroczną marżę bankową w wysokości 2%.

S. Stewart zdefiniował łącznie 164 potencjalnych rachunkowych korekt, które powinny być wykonane, aby otrzymać „rzeczywiste” odzwierciedlenie wyników osiągniętych z prowadzonej działalności. Zastosowane w celu ustalenia kapitału zainwestowanego w kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej (EVA[®]) korekty przedstawiono na schemacie 47.

Schemat 47. Kalkulacja skorygowanego kapitału zainwestowanego

Kapitał własny
+ Ekwiwalenty kapitału własnego:
<ul style="list-style-type: none"> • Rezerwy związane z wyceną zapasów metodą LIFO • Saldo rezerw/aktywów na odroczony podatek dochodowy • Skumulowane umorzenie wartości firmy (ang. goodwill) • Skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych z lat ubiegłych • Rezerwy utworzone na zagrożone należności • Pozostałe rezerwy, np. na udzielone gwarancje
+ Kapitał obcy oprocentowany
+ Ekwiwalenty kapitału obcego (niewykazane w bilansie)
= Skorygowany kapitał zainwestowany

Źródło: M. Hamrol, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 223.

Wykorzystany w dysertacji algorytm służący do obliczania wielkości EVA[®] przedstawiono w tabeli 41.

Tabela 41. Algorytm obliczeniowy EVA[®]

Lp.	Algorytm obliczeniowy ekonomicznej wartości dodanej w spółce - układ rodzajowy
1	Przychody z działalności operacyjnej
2	Koszt działalności operacyjnej
3	Wynik na działalności operacyjnej
4	Stopa podatku CIT
5	Podatek
6	Wynik operacyjny netto
7	Amortyzacja bilansowa
8	Zmiana stanu aktywów obrotowych
9	Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych
10	Nakłady inwestycyjne brutto
11	Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)
12	Kapitał własny według stanu na koniec roku obrotowego
13	Kapitał obcy oprocentowany według stanu na koniec roku obrotowego
14	Razem kapitał własny i obcy oprocentowany
15	Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego
16	Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem według stanu na koniec roku
17	Średnioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (według komunikatu GUS)
18	Średnia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych
19	Średnia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych
20	Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej
21	Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej
22	Realny koszt kapitału własnego
23	Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego
24	Realna stopa oprocentowania kapitału obcego
25	Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej
26	Średni ważony koszt kapitału
27	Koszt kapitału
28	Ekonomiczna wartość dodana EVA [®]
29	Współczynnik EVA [®]

Źródło: Wytyczne Ministerstwa Skarbu Państwa dla jednoosobowych spółek Skarbu Państwa, z korektą w zakresie ekwiwalentów kapitału własnego.

W dalszej części pracy przedstawiono określoną wielkość parametru EVA[®] oraz współczynnika EVA[®] wszystkich spółek wchodzących w skład badanej próby.

W efekcie przedstawiania w sprawozdaniach finansowych przez spółkę AQUA Bielsko Biała danych o najwyższym stopniu agregacji spółka ta została wyłączona z próby przy określaniu wielkości EVA[®].

2.5. Zmiany wartości parametru EVA[®]

W dokonanych obliczeniach wykorzystano algorytm obliczania EVA[®], z uwzględnieniem korekt kapitału zaangażowanego o ekwiwalenty kapitału własnego (np. rezerwy na odroczony podatek dochodowy) oraz uwzględnieniem wielkości zaangażowanego kapitału obcego, oprocentowanego. Przy obliczaniu parametru EVA[®] wzięto pod uwagę przychody z działalności operacyjnej wraz z jej kosztami, wielkość podatku (przy danej stopie podatku CIT w okresie 2001-2011), wysokość amortyzacji bilansowej oraz zmianę stanu aktywów obrotowych, a także zmianę stanu zobowiązań krótkoterminowych oraz wielkość nakładów inwestycyjnych, uzyskując operacyjny przepływ pieniężny (FCF).

Następnie, uwzględniając kapitał własny według stanu na koniec roku obrotowego i kapitał obcy oprocentowany, ustalano udział kapitału własnego i obcego w kapitale ogółem. W dalszej części obliczeń uwzględniono średnioroczną stopę inflacji za dany rok obrotowy oraz średnią roczną nominalną rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych. Premię za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej ustalono na podstawie serwisu Damodaran, natomiast koszt kapitału obcego skalkulowano na podstawie średniorocznego WIBOR + 2% premii. W efekcie obliczono wielkość ekonomicznej wartości dodanej EVA[®] oraz wartość współczynnika EVA[®].

Zestawienie zbiorcze, zarówno dla wartości EVA[®], jak i wielkości współczynnika EVA[®], zaprezentowano w tabeli 42 i 43. Na jego podstawie dokonano selekcji podmiotów mających dodatnie wartości obu parametrów. Wielkość EVA[®] i wielkości współczynnika EVA[®] wybranych spółek przedstawiono na wykresie 10 i 11.

Tabela 42. Wielkość EVA® w latach 2002-2011

Wielkość EVA®	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie	-617 538 119,24 zł	-241 856 909,84 zł	-70 640 311,73 zł	-549 752 001,98 zł	-228 438 281,47 zł	496 316 408,68 zł	-561 660 805,78 zł	-167 983 780,54 zł	-2 152 452 397,31 zł	-696 393 304,85 zł
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	-67 832 888,61 zł	48 043 705,90 zł	-72 524 657,44 zł	69 843 950,19 zł	-119 985 276,35 zł	29 163 458,91 zł	63 794 780,16 zł	60 722 882,19 zł	-278 090 369,70 zł	-166 690 181,96 zł
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi	-16 415 778,84 zł	45 798 623,09 zł	-13 184 943,69 zł	-1 464 393,12 zł	45 893 419,51 zł	-12 521 235,80 zł	-2 768 658,55 zł	-903 827,98 zł	44 973 504,75 zł	43 517 319,80 zł
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	16 595 664,56 zł	-268 575 713,81 zł	-130 749 580,84 zł	-2 571 797,74 zł	-72 482 142,23 zł	63 191 699,48 zł	-5 169 461,27 zł	71 388 423,48 zł	-265 893 819,47 zł	107 406 918,98 zł
Aquanet sp. z o.o. / Aquanet S.A.	41 660 185,88 zł	103 149 968,74 zł	326 609 830,95 zł	-80 864 703,46 zł	-281 475 439,71 zł	83 380 386,90 zł	260 557 378,17 zł	-247 624 031,60 zł	160 186 903,38 zł	243 507 900,87 zł
SAUR Neptun Gdańsk	42 161 641,73 zł	-2 579 166,06 zł	48 132 632,20 zł	-3 697 821,32 zł	-5 003 755,36 zł	2 168,24 zł	36 199 114,66 zł	50 683 282,07 zł	54 264 552,42 zł	66 567 030,58 zł
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	-21 266 461,32 zł	-57 208 252,20 zł	-103 261 084,23 zł	-71 705 248,99 zł	-120 546 555,92 zł	-288 949 196,37 zł	-183 504 267,91 zł	-61 981 166,62 zł	-169 192 339,33 zł	57 399 368,86 zł
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	-6 443 335,75 zł	-4 025 499,28 zł	-57 725 709,65 zł	-86 322 438,69 zł	-68 293 237,42 zł	-38 594 321,79 zł	-55 553 562,65 zł	-26 925 090,95 zł	-28 754 306,77 zł	-257 237 793,69 zł
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	9 831 648,31 zł	33 767 744,29 zł	-33 470 885,60 zł	20 316 890,82 zł	-24 088 592,30 zł	27 731 750,44 zł	-39 242 892,01 zł	26 180 797,49 zł	23 524 476,41 zł	38 234 405,55 zł
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach				-158 533 321,92 zł	117 334 109,82 zł	-140 980 563,27 zł	-66 355 651,62 zł	-11 469 951,46 zł	-187 496 248,35 zł	-396 125 145,16 zł
Wodociągi Białostockie	-14 410 839,24 zł	-6 151 239,19 zł	5 686 314,81 zł	-5 731 886,22 zł	-3 873 476,28 zł	-11 121 994,67 zł	-52 873 132,82 zł	-20 024 354,96 zł	5 822 298,07 zł	-60 295 019,85 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	-73 819 352,91 zł	12 692 237,20 zł	-11 721 153,31 zł	-46 234 326,67 zł	-26 954 030,92 zł	-33 949 349,12 zł	-83 851 672,67 zł	-52 188 180,29 zł	-36 321 085,47 zł	-3 267 529,40 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	5 060 007,79 zł	11 729 517,55 zł	-9 173 394,93 zł	4 894 514,12 zł	9 179 393,68 zł	-6 800 778,50 zł	17 690 802,08 zł	-4 528 353,64 zł	23 610 361,69 zł	27 360 372,71 zł
Wodociągi Miejskie w Radomiu	-10 618 116,34 zł	-2 016 780,10 zł	4 860 113,83 zł	-7 736 011,01 zł	1 683 700,97 zł	-23 763 619,92 zł	-55 481 875,66 zł	-66 479 697,49 zł	-41 766 821,49 zł	20 425 244,44 zł
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu			-39 946 109,07 zł	-26 567 009,06 zł	-12 060 577,55 zł	-5 284 913,40 zł	-20 659 502,09 zł	6 584 395,41 zł	5 075 171,95 zł	18 481 990,51 zł
Toruńskie Wodociągi	-4 397 844,70 zł	-29 894 525,92 zł	-22 999 321,36 zł	-11 416 462,77 zł	-15 120 692,31 zł	26 217 107,23 zł	-40 496 741,65 zł	98 748 624,83 zł	159 502 571,63 zł	-98 233 902,54 zł
Wodociągi Kieleckie	4 114 335,89 zł	-19 521 166,12 zł	1 194 047,57 zł	4 675 620,68 zł	-8 292 880,48 zł	5 552 728,50 zł	-7 513 130,58 zł	-12 196 503,32 zł	-133 271 254,98 zł	12 000 492,10 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	23 243 740,62 zł	37 202 249,07 zł	-15 821 191,55 zł	25 351 908,16 zł	35 045 216,58 zł	47 236 373,10 zł	100 437 146,70 zł	-84 284 568,66 zł	-46 880 842,91 zł	55 910 199,78 zł
Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	-4 718 464,49 zł	-3 763 430,88 zł	1 171 406,76 zł	-1 884 646,46 zł	6 105 677,98 zł	14 869 552,46 zł	-73 429 421,90 zł	-17 410 194,13 zł	-144 444 135,68 zł	63 107 339,07 zł
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	19 557 536,31 zł	-39 800 345,67 zł	-25 204 140,74 zł	21 337 399,61 zł	29 218 350,57 zł	44 184 457,34 zł	76 422 014,50 zł	14 451 308,18 zł	-205 974 079,82 zł	-23 249 395,79 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	-1 747 964,05 zł	452 424,24 zł	-3 073 470,35 zł	1 939 690,90 zł	-16 599 791,80 zł	4 251 744,61 zł	-33 701 393,03 zł	-55 406 822,27 zł	-105 400 330,82 zł	31 514 411,67 zł
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie				-16 943 478,22 zł	2 367 092,55 zł	-9 594 866,08 zł	-24 847 665,58 zł	20 053 292,68 zł	-18 857 471,46 zł	-3 582 078,60 zł

Wielkość EVA[®]	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	7 069 609,64 zł	-7 369 231,64 zł	-2 109 600,11 zł	10 755 038,61 zł	-8 311 107,84 zł	8 721 309,16 zł	-5 401 949,30 zł	-2 438 109,93 zł	12 559 308,05 zł	-7 132 565,56 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	166 419,80 zł	-6 771 801,42 zł	-12 393 840,00 zł	-14 850 177,70 zł	-11 042 673,51 zł	9 680 886,73 zł	15 064 811,82 zł	-2 286 582,04 zł	-5 580 849,14 zł	-9 551 968,80 zł
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach			-21 836 299,81 zł	13 596 908,01 zł	-9 632 639,42 zł	16 172 788,26 zł	11 672 411,95 zł	-9 876 827,29 zł	-3 672 625,88 zł	18 715 679,66 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	-80 298 603,91 zł	-4 025 208,69 zł	2 675 378,67 zł	6 585 523,53 zł	-6 660 871,02 zł	17 407 047,41 zł	-33 064 431,06 zł	652 705,02 zł	11 353 036,42 zł	19 072 345,65 zł
Przedsiębiorstwo Usług Wodociagowych HKW		-35 278 619,63 zł	-3 235 280,30 zł	-3 810 995,21 zł	963 679,71 zł	-30 274 416,42 zł	-7 593 666,48 zł	-764 014,98 zł	-16 662 695,16 zł	1 073 744,83 zł
Wodociągi Płockie	-6 258 766,39 zł	1 637 739,72 zł	10 835 534,88 zł	-15 609 245,94 zł	1 430 837,33 zł	-10 976 431,44 zł	-2 803 523,00 zł	311 886,01 zł	-7 257 240,13 zł	47 125 243,28 zł
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	-20 754 083,15 zł	31 341 290,79 zł	-11 906 886,55 zł	-522 740,70 zł	17 727 407,49 zł	-7 251 302,28 zł	17 574 767,00 zł	-19 342 382,07 zł	-18 884 292,68 zł	-16 496 900,19 zł
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	-300 218,95 zł	5 460 955,06 zł	-8 622 611,48 zł	-4 685 362,51 zł	-8 243 856,33 zł	5 091 993,16 zł	-21 077 904,75 zł	-12 660 536,43 zł	-20 190 888,48 zł	27 853 612,14 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	-8 362 037,20 zł	-15 057 730,54 zł	-9 274 073,59 zł	-5 812 137,60 zł	-6 347 004,07 zł	-15 114 949,25 zł	-4 863 503,09 zł	2 750 503,94 zł	-12 888 803,41 zł	-6 978 936,07 zł
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	-12 066 213,13 zł	2 090 162,55 zł	-4 068 348,63 zł	3 309 978,22 zł	6 568 840,15 zł	10 954 758,63 zł	14 123 190,44 zł	13 543 738,21 zł	5 343 193,55 zł	77 021 845,00 zł
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	-7 987 324,44 zł	-6 974 169,14 zł	-11 130 725,40 zł	-13 528 345,84 zł	-4 781 384,27 zł	-20 336 338,80 zł	-31 157 808,65 zł	16 711 760,88 zł	11 546 101,88 zł	6 931 782,55 zł
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja				-36 211 335,22 zł	-19 275 177,58 zł	-33 907 942,55 zł	-61 613 029,09 zł	-76 952 981,36 zł	16 467 184,89 zł	30 056 346,51 zł
Tarnowskie Wodociągi	-3 063 316,84 zł	-3 008 805,79 zł	-815 916,91 zł	-18 690 791,67 zł	-19 086 430,34 zł	-40 821 265,99 zł	-73 063 334,05 zł	-25 145 775,03 zł	-27 907 904,97 zł	26 604 184,42 zł
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji			-8 207 608,34 zł	8 465 191,66 zł	12 280 505,03 zł	-15 236 700,60 zł	1 167 469,16 zł	-98 470 201,40 zł	-48 522 556,85 zł	2 248 643,41 zł
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	-7 149 011,85 zł	-7 515 079,19 zł	-4 610 308,77 zł	1 764 227,70 zł	-5 772 208,31 zł	-3 944 745,56 zł	-3 690 593,06 zł	2 264 547,11 zł	-2 410 552,25 zł	5 403 019,67 zł
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie	-14 004 948,54 zł	-11 425 497,32 zł	5 545 232,31 zł	-14 575 744,71 zł	-6 847 339,32 zł	3 197 533,53 zł	7 718 093,66 zł	5 950 767,35 zł	6 125 548,21 zł	-20 602 889,68 zł
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	-11 571 617,35 zł	-5 552 987,29 zł	2 261 583,94 zł	379 473,38 zł	-3 303 017,58 zł	309 275,38 zł	-11 193 395,16 zł	-3 857 005,09 zł	5 626 522,41 zł	-2 518 008,69 zł

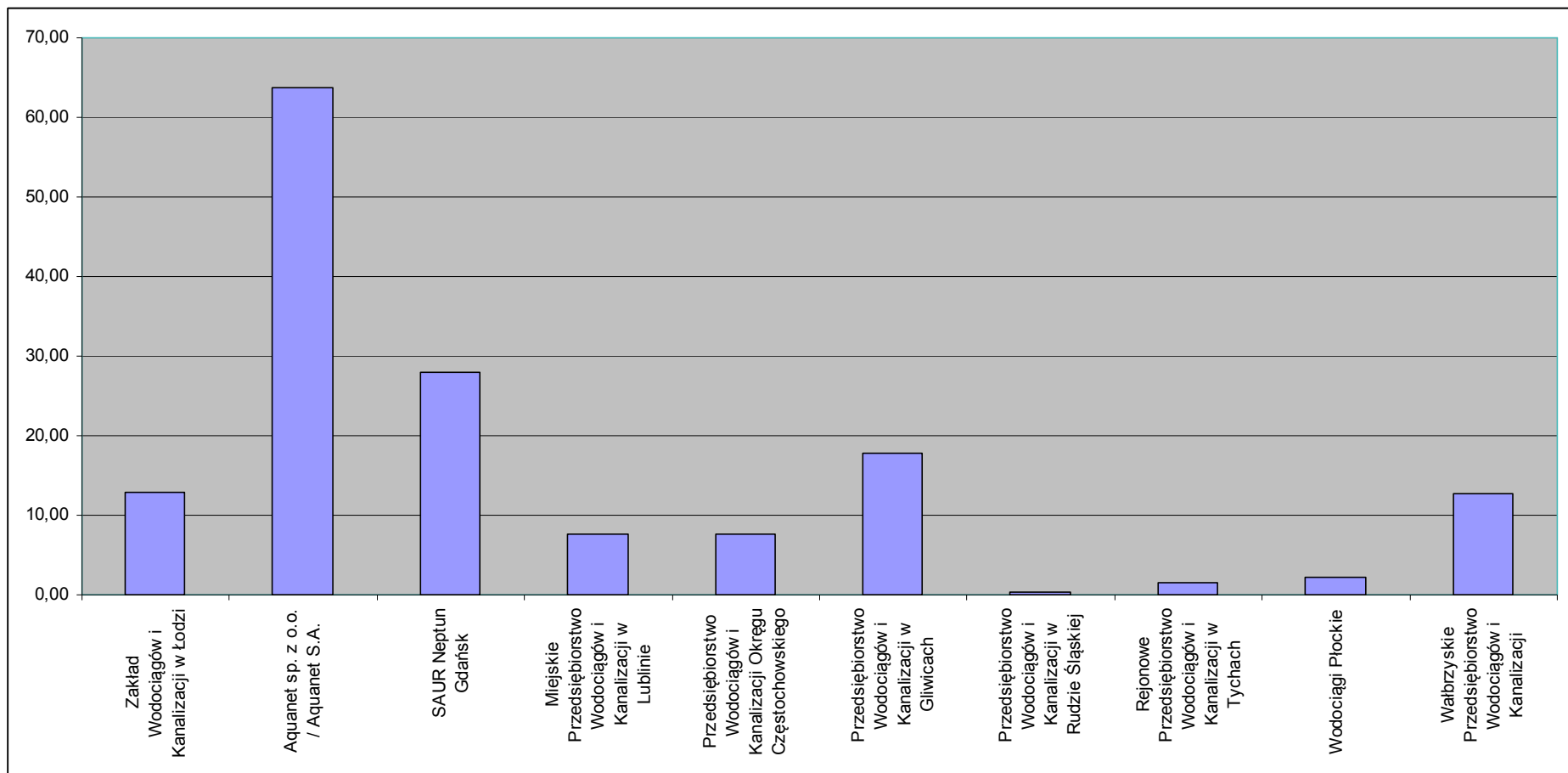
Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 43. Wartości współczynnika EVA[®] w latach 2002-2011

Wartość współczynnika EVA [®]	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011	Srednia współczynnika danego podmiotu
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie	-0,3415	-0,1269	-0,0365	-0,2365	-0,1099	0,2396	-0,2322	-0,0547	-0,5326	-0,1610	-0,1592
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	-0,1112	0,0752	-0,1053	0,1025	-0,1666	0,0381	0,0765	0,0625	-0,2497	-0,1483	-0,0426
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi	-0,5004	1,2908	-0,3620	-0,0353	0,8847	-0,2507	-0,0509	-0,0155	0,7469	0,5786	0,2286
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	0,0328	-0,4533	-0,1948	-0,0033	-0,0910	0,0771	-0,0062	0,0780	-0,2372	0,0956	-0,0702
Aquanet sp. z o.o., Aquanet S.A.	0,0491	0,1170	0,3184	-0,0717	-0,2389	0,0685	0,1834	-0,1516	0,0935	0,1441	0,0512
SAUR Neptun Gdańsk	1,7777	-0,0914	1,4061	-0,0943	-0,1107	0,0000	0,6643	1,0369	1,0795	1,2229	0,6891
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	-0,1392	-0,3376	-0,3979	-0,2392	-0,3172	-0,5990	-0,3192	-0,0952	-0,2075	0,0708	-0,2581
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	-0,0221	-0,0131	-0,1593	-0,2075	-0,1448	-0,0692	-0,0996	-0,0393	-0,0297	-0,2629	-0,1047
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	0,0504	0,1647	-0,1461	0,0832	-0,0993	0,1062	-0,1426	0,0839	0,0716	0,1187	0,0290
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach				-0,1291	0,0933	-0,1150	-0,0544	-0,0094	-0,1509	-0,3131	-0,0969
Wodociągi Białostockie	-0,0604	-0,0256	0,0235	-0,0237	-0,0160	-0,0460	-0,2148	-0,0766	0,0214	-0,2181	-0,0636
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	-0,2619	0,0432	-0,0377	-0,1397	-0,0775	-0,0813	-0,1932	-0,1131	-0,0833	-0,0076	-0,0952
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	0,0456	0,1034	-0,0807	0,0404	0,0665	-0,0493	0,1239	-0,0301	0,1567	0,1823	0,0559
Wodociągi Miejskie w Radomiu	-0,0947	-0,0174	0,0409	-0,0642	0,0136	-0,1741	-0,2632	-0,2636	-0,1720	0,0785	-0,0916
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu			-0,1182	-0,0778	-0,0354	-0,0153	-0,0578	0,0183	0,0141	0,0504	-0,0277
Toruńskie Wodociągi	-0,0199	-0,1049	-0,0712	-0,0344	-0,0428	0,0700	-0,1029	0,2362	0,3867	-0,2023	0,0114
Wodociągi Kieleckie	0,0507	-0,2284	0,0137	0,0525	-0,0914	0,0592	-0,0769	-0,0978	-0,5134	0,0366	-0,0795
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	0,1515	0,2533	-0,0970	0,1460	0,1957	0,2202	0,4190	-0,2802	-0,1448	0,1735	0,1037
Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	-0,0836	-0,0641	0,0193	-0,0265	0,0842	0,2055	-0,2879	-0,0655	-0,3980	0,1750	-0,0442
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	0,1311	-0,2270	-0,1430	0,1223	0,1509	0,2169	0,4007	0,0465	-0,3895	-0,0454	0,0263
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	-0,0190	0,0047	-0,0312	0,0145	-0,1237	0,0317	-0,2514	-0,2801	-0,3800	0,1184	-0,0916
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie				-0,1162	0,0153	-0,0515	-0,0978	0,0719	-0,0685	-0,0126	-0,0371
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	0,1102	-0,1121	-0,0318	0,1511	-0,1174	0,1226	-0,0772	-0,0320	0,1645	-0,0946	0,0083
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	0,0023	-0,0703	-0,1116	-0,0906	-0,0680	0,0603	0,0956	-0,0134	-0,0089	-0,0150	-0,0220
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach			-0,2313	0,1439	-0,0992	0,1596	0,1104	-0,0883	-0,0326	0,1641	0,0158
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	-0,6595	-0,0331	0,0212	0,0514	-0,0523	0,1321	-0,2530	0,0050	0,0864	0,1398	-0,0562
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW		-0,3215	-0,0293	-0,0341	0,0086	-0,2883	-0,0751	-0,0074	-0,1711	0,0106	-0,1008
Wodociągi Płockie	-0,0674	0,0177	0,1096	-0,1420	0,0128	-0,0946	-0,0213	0,0022	-0,0498	0,3207	0,0088

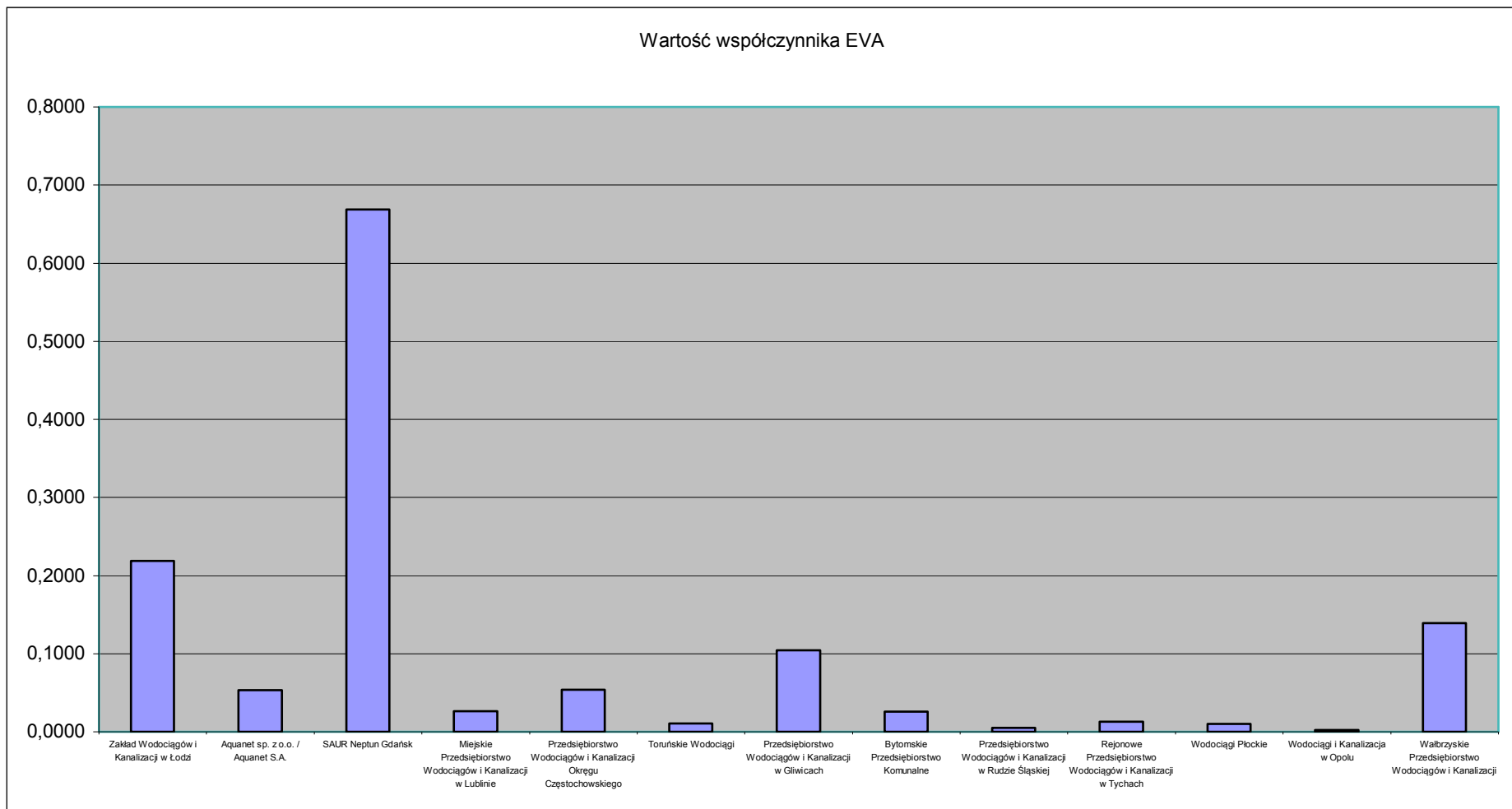
Wartość współczynnika EVA [®]	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011	Średnia współczynnika danego podmiotu
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	-0,1652	0,2373	-0,0869	-0,0039	0,1374	-0,0577	0,1430	-0,0669	-0,0642	-0,0546	0,0018
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	-0,0041	0,0763	-0,0993	-0,0517	-0,0842	0,0511	-0,1954	-0,0850	-0,1246	0,1634	-0,0354
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	-0,0533	-0,0955	-0,0580	-0,0362	-0,0387	-0,0914	-0,0262	0,0140	-0,0651	-0,0346	-0,0485
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	-0,1160	0,0206	-0,0402	0,0329	0,0680	0,1157	0,1469	0,1383	0,0571	0,8581	0,1281
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławku	-0,1142	-0,0994	-0,1593	-0,1785	-0,0574	-0,2117	-0,2683	0,1419	0,0977	0,0588	-0,0790
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja				-0,3944	-0,1948	-0,2927	-0,4096	-0,3897	0,0810	0,1560	-0,2063
Tarnowskie Wodociągi	-0,0346	-0,0340	-0,0069	-0,1040	-0,1015	-0,1813	-0,3034	-0,0983	-0,1033	0,0979	-0,0869
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji			-0,0959	0,0990	0,1428	-0,1767	0,0119	-0,6388	-0,2119	0,0093	-0,1075
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	-0,1060	-0,1069	-0,0635	0,0247	-0,0800	-0,0551	-0,0517	0,0305	-0,0324	0,0589	-0,0381
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie	-0,1612	-0,1141	0,0682	-0,1657	-0,0622	0,0293	0,0711	0,0370	0,0382	-0,1272	-0,0387
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	-0,0866	-0,0414	0,0169	0,0028	-0,0238	0,0022	-0,0797	-0,0277	0,0407	-0,0181	-0,0215

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 10. Spółki generujące w latach 2002-2011 dodatnią wielkość EVA® [mln] – wielkość średnia

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 11. Spółki generujące w latach 2002-2011 dodatnią wielkość współczynnika EVA[®] [%] – wielkość średnia

Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawione zestawienia odnoszące się do wykorzystania wielkości ekonomicznej wartości dodanej (EVA[®]) wskazują, iż wśród przedsiębiorstw wchodzących w skład badanej próby w analizowanym okresie 74 % podmiotów nie tworzyło wartości dla właściciela. Oznacza to, że organy do tego powołane, tj. rady nadzorcze, a także zarządy spółek z udziałem jednostek samorządu terytorialnego nie działały, mając na uwadze zwiększanie wartości przedsiębiorstwa dla właściciela.

W przypadku wielkości EVA[®] dla całości analizowanej grupy dodatnią wielkość, a więc świadczącą o wzroście wartości, uzyskano jedynie w 2007 roku. Uzyskany wynik stał się podstawą do zobrazowania skumulowanej w badanym okresie wartości EVA[®] poszczególnych spółek wchodzących w skład badanej grupy.

Także średnia dla całości próby badawczej współczynnika EVA[®], uwzględniając lata 2002-2011, tylko w 2011 roku była dodatnia. Wartości średnich długoterminowych, zarówno EVA[®], jak współczynnika EVA[®] nie były wartościami powyżej 0, co świadczy, iż przedsiębiorstwa wchodzące w skład badanej próby nie tworzyły wartości dla właściciela.

3. Zmiany MAN i EVA a struktura własności

Przedstawienie zmian wartości spółek, określonych za pomocą metody aktywów netto [MAN] i parametrów określających współczynnik EVA[®] wchodzących w skład próby zakończono zestawieniem struktury własnościowej, przedstawionej w tabeli 44.

Tabela 44. Właściciele spółek wchodzących w skład badanej próby

Przedsiębiorstwo	J.S.T.	Skarb Państwa	Pracownicy	Inwestor prywatny	Średnia zmiana MAN [%]	Średnia zmiana współczynnika EVA
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,27	-0,1592
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,87	-0,0426
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,21	0,2286
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,09	-0,0702
Aquanet sp. z o.o. / Aquanet S.A.	99,95%	0,00%	0,05%	0,00%	14,3	0,0512
SAUR Neptun Gdańsk	49,00%	0,00%	0,00%	51,00%	6,45	0,6891
Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	9,34	-0,2581
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	9,29	-0,1047
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,81	0,0290
Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,09	-0,0969
Wodociągi Białostockie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,32	-0,0636
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,04	-0,0952
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,45	0,0559
Wodociągi Miejskie w Radomiu	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,61	-0,0916
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,73	-0,0277
Toruńskie Wodociągi	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,67	0,0114
Wodociągi Kieleckie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,54	-0,0795
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	11,33	0,1037
Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	17,07	-0,0442
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,71	0,0263
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,33	-0,0916
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,49	0,0167
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,23	-0,0220
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	41,76	0,0127
Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach	85,00%	15,00%	0,00%	0,00%	1,64	0,0163
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	60,00%	0,00%	0,00%	40,00%	1,24	-0,0908
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW	0,00%	40,00%	0,00%	60,00%	1,24	0,0172
Wodociągi Plockie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,54	0,0018
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,43	-0,0354
Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	8,05	-0,0485
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,91	0,1281
Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,65	-0,0790
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,80	-0,1444
Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,55	-0,1134
Tarnowskie Wodociągi	78,00%	0,00%	0,00%	12,00%	9,46	-0,0860
Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,74	-0,0211
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,28	-0,0387
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	8,00	-0,0215
Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,75	-0,0164

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Krajowego Rejestru Sądowego.

Powyższe zestawienie pozwoliło na identyfikację podmiotów które, oprócz realizacji zadań własnych gminy w zakresie gospodarki komunalnej działały z uwzględnieniem postulatu zwiększania wartości przedsiębiorstwa. Z wyjątkiem 3 podmiotów, w pozostałych udział większościowy posiadały J.S.T. Jedynie przedsiębiorstwa: SAUR Neptun Gdańsk, Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW oraz Tarnowskie Wodociągi posiadały w strukturze właścicielskiej inwestora prywatnego. W przypadku tych spółek osiągnięte parametry nie determinowały jednak tej cechy jako istotnej. Kwestia uwzględnienia struktury własności spółek w przedmiotowej analizie spowodowałaby pominięcie spółek, w przypadku których także wystąpiły jednocześnie dodatnie parametry, odnoszące się do zmiany wielkości [% MAN] i współczynnika EVA[®], w przypadku których w strukturze własnościowej występował dominujący udział J.S.T.

4. Określenie zależności wartości przedsiębiorstwa od efektywnego nadzoru korporacyjnego

Stwierdzenie oddziaływania nadzoru korporacyjnego na wartość przedsiębiorstw wchodzących w skład badanej zbiorowości, dokonano na podstawie dwóch parametrów, przedstawionych we wcześniejszej części dysertacji. Na tej podstawie dokonano sformułowania hipotezy zerowej w przypadku której dokonano weryfikacji niezależności dwóch cech za pomocą testu chi–kwadrat (χ^2).

Przyjęta hipoteza robocza

Działania członków organów nadzoru (rad nadzorczych) nakierowane są (oprócz realizacji zadań własnych J.S.T.) na wzrost wartości przedsiębiorstwa komunalnego działającego w formie spółki kapitałowej.

Przyjęta do weryfikacji hipoteza zerowa miała następująca postać

H_0 : Hipoteza zerowa - między wartością przedsiębiorstwa mierzonej parametrem MAN, działającego w formie spółki prawa handlowego, a efektywnością nadzoru korporacyjnego (czyli efektywną alokacją kapitału, nastawianą na wzrost wartości przedsiębiorstwa) mierzonej parametrem EVA nie występuje współzależność.

H_1 : Hipoteza alternatywna, że taka zależność występuje.

Na podstawie obserwacji zmian w latach 2002-2011 określono dane, będące podstawą do obliczenia wartości statystyki χ^2 .

Przedsiębiorstwo	liczba spółek z EVA+	liczba spółek z EVA-	n_j	p_i
MAN >WIBID	7	14	21	0,08
MAN <WIBID	7	11	18	0,07
n_j	14	25	39	
p_j	0,05	0,09		0,14

Obliczenie prawdopodobieństw hipotetycznych

Przedsiębiorstwo	liczba spółek z EVA+	liczba spółek z EVA-	p_i
MAN >WIBID	0,004	0,007	0,08
MAN <WIBID	0,003	0,006	0,07
p_j	0,05	0,09	0,14

Obliczenie liczebności teoretycznej

Przedsiębiorstwo	liczba spółek z EVA+	liczba spółek z EVA-	razem
MAN >WIBID	1,09	1,94	3,03
MAN <WIBID	0,93	1,67	2,60
Razem	14,00	3,61	17,61

Obliczenie wartości statystyki χ^2

n_{ij}	$n_{ij} = n \cdot p_{ij}$	$n_{ij} - n_{ij} \text{ (przew)}$	$(n_{ij} - n_{ij})_{\text{(przew)}}^2$	$(n_{ij} - n_{ij})_{\text{(przew)}}^2 / n_{ij}$
7,00	1,09	5,91	34,94	32,09
14,00	1,94	12,06	145,34	74,74
7,00	0,93	6,07	36,80	39,43
11,00	1,67	9,33	87,11	52,27
XXX	XXX	XXX	XXX	198,53

Dla $\alpha = 0,05$ i liczby stopni swobody $v = (r-1)(k-1) = (2-1)(2-1) = 1$, z tablic rozkładu odczytano $\chi^2_{\alpha} = 3,841$, a zatem $\chi^2 > \chi^2_{\alpha}$, z czego wynika, że z prawdopodobieństwem błędu nie większym niż $\alpha = 0,05$ należy odrzucić hipotezę zerową na korzyść hipotezy alternatywnej i stwierdzić, że wartość przedsiębiorstwa mierzona parametrem [MAN] zależy od efektywności nadzoru korporacyjnego, mierzonej parametrem EVA[®].

5. Określenie współczynnika korelacji i determinacji

W dalszej części dysertacji dokonano ustalenia zmiennej objaśnianej, tj. wartość przedsiębiorstwa (y) oszacowana z zastosowaniem metody aktywów netto oraz potencjalnych zmiennych objaśniających.

Przy poszukiwaniu zmiennych objaśniających zastosowano metodę określaną mianem „procedury selekcji prospektywnej” [Maddala 2006, s. 547]. Punktem wyjścia była pojedyncza potencjalna zmienna objaśniająca dla której określono wskaźnik korelacji oraz siłę powiązania na podstawie parametru determinacji R^2 i poszukiwano zmiennej o najwyższym współczynniku korelacji.

Współczynnik korelacji jest liczbą niemianowaną, należy do przedziału $(-1;1)$. Interpretacja wskaźnika zawiera dwa elementy, tj. wartość współczynnika oraz znak współczynnika, który interpretowany jest następująco:

- 1) jeżeli współczynnik korelacji > 0 , to większym wartościom jednej cechy odpowiadają większe wartości drugiej cechy; jest to zależność dodatnia (rosnąca, stymulująca),
- 2) jeżeli współczynnik korelacji < 0 , to większym wartościom jednej cechy odpowiadają mniejsze wartości drugiej cechy; jest to zależność ujemna (malejąca, limitująca),
- 3) jeżeli współczynnik korelacji $= 0$, to bez względu na wartości przyjmowane przez jedną z cech, średnia wartość drugiej cech jest taka sama; są to cechy nieskorelowane.

Wyniki dokonanej analizy zaprezentowano w tabeli 45.

Tabela 45. Zestawienie współczynnika korelacji i dopasowania zmiennych objaśniających

Spółki	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	Aquanet sp. z o.o. / Aquanet S.A.	SAUR Neptun Gdańsk	Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	Górnosląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach
Przychody z działalności operacyjnej	0,9322	0,7740	0,6696	0,3637	0,8142	0,9697	0,8968	0,9446	0,9086	0,9965
Koszt działalności operacyjnej	0,4438	0,7311	0,5924	0,0641	0,8040	0,9692	0,8651	0,8800	0,8810	0,9967
Amortyzacja bilansowa	0,8193	0,4245	0,7353	-0,5845	0,7935	0,3595	0,8658	0,8621	0,9825	0,9854
Nakłady inwestycyjne brutto	0,7328	0,8277	0,2406	-0,2106	0,7235	0,1367	0,3207	0,7249	0,0547	0,4656
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-0,6024	-0,3553	0,2947	0,0943	-0,0666	0,6817	-0,0546	-0,6540	0,1995	-0,2110
Kapitał własny według stanu na koniec roku obrotowego po korektach	0,9917	0,9944	0,6829	0,9894	0,9993	0,8433	0,9999	0,9985	0,9949	0,9999
Kapitał obcy oprocentowany według stanu na koniec roku obrotowego	0,8866	0,6812	0,7388	0,7439	0,9365	0,0000	0,9435	0,9771	-0,8166	0,3009
Koszt kapitału	-0,4113	-0,7194	-0,0859	-0,4572	-0,6613	-0,5306	0,4857	-0,1206	-0,7024	0,8287
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-0,5694	-0,2837	0,2990	0,1305	-0,0169	0,6826	-0,0804	-0,6701	0,2983	-0,4263
A. Aktywa trwałe	0,9516	0,8932	0,7004	0,8571	0,9438	0,4000	0,9480	0,9575	0,9608	0,9980
I. Wartości niematerialne i prawne	0,7661	0,6367	0,5962	0,3587	0,4317	0,5563	-0,7411	-0,6037	-0,6991	0,3871
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,9517	0,8957	0,8000	0,8497	0,9433	-0,6267	0,9470	0,9574	0,9607	0,9838
III. Należności długoterminowe	0,8940	0,3402	0,0000	0,2936	0,6693	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2433
IV. Inwestycje długoterminowe	-0,4790	0,8675	0,0000	0,3152	0,7699	-0,6269	0,7914	0,0524	-0,8887	0,4278
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9184	0,5853	0,0590	0,8007	0,8778	0,5002	0,9930	0,8259	0,7509	0,6618
B. Aktywa obrotowe	0,8249	0,3847	0,4714	0,5966	0,9112	0,9587	0,7050	0,8130	0,8412	0,9803
I. Zapasy	0,2274	0,5627	-0,4494	0,8406	-0,5061	0,7060	0,1612	-0,9165	0,7061	0,8161
II. Należności krótkoterminowe	0,8918	0,5972	0,4113	0,6254	0,6247	0,8727	0,5382	0,6749	0,4644	0,9665
III. Inwestycje krótkoterminowe	0,6882	0,1808	0,1847	0,3728	0,8824	0,7829	0,5901	0,7885	0,8290	0,9641
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,7930	0,8949	0,6358	0,3151	0,2924	0,2494	-0,2731	-0,0091	0,8791	0,4512
A. Kapitał (fundusz) własny	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	0,9280	0,7655	0,2213	0,6400	0,9048	0,8473	0,9341	0,9429	0,7925	0,9148

III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,5194	0,2050	0,2623	0,5038	0,9051	0,3021	0,5593	0,8951	0,9324	0,9660
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,7540	-0,6658	-0,2938	-0,8514	-0,6702	-0,1107	-0,4100	-0,7235	-0,0493	-0,7208
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,6234	0,4557	-0,5498	0,6963	0,4161	-0,9700	0,2561	0,3256	-0,0038	-0,3776
Zysk netto (roku poprzedniego)	0,4667	0,7746	0,3176	0,4672	0,3152	0,9575	0,8243	0,8809	0,6566	0,1521
Spółki	Wodociągi Białostockie	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	Wodociągi Miejskie w Radomiu	Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu	Toruńskie Wodociągi	Wodociągi Kieleckie	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne
Przychody z działalności operacyjnej	0,9951	0,9013	0,9713	0,9764	0,9274	0,6865	0,9282	0,9862	0,9443	0,8819
Koszt działalności operacyjnej	0,9805	0,8281	0,9841	0,9738	0,9282	0,7103	0,8832	0,9400	0,9069	0,8866
Amortyzacja bilansowa	0,9067	0,6415	0,9280	0,8657	0,8859	0,8828	-0,8282	0,9586	0,9018	0,8844
Nakłady inwestycyjne brutto	0,7893	-0,0431	0,0497	0,3031	0,8832	0,7021	0,6328	0,2994	0,0334	0,3204
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-0,5507	-0,2369	0,3314	-0,2650	0,6223	-0,1955	-0,4310	-0,3127	-0,0281	-0,6272
Kapitał własny według stanu na koniec roku obrotowego po korektach	0,9996	0,9999	0,9712	0,9988	0,9999	0,9997	0,9552	1,0000	0,9999	1,0000
Kapitał obcy oprocentowany według stanu na koniec roku obrotowego	-0,7368	0,0473	0,7983	0,8827	-0,3956	0,6560	0,9637	0,1303	0,6489	0,9600
Koszt kapitału	-0,8080	-0,5960	-0,7262	-0,4783	0,7090	-0,6698	0,2164	-0,2263	0,5599	0,3381
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-0,4220	-0,1140	0,4879	-0,2261	0,1968	-0,1444	-0,4293	-0,3021	-0,0576	-0,6208
A. Aktywa trwałe	0,9558	0,9102	0,9555	0,9393	0,8322	0,8183	0,9540	0,9617	0,8199	0,9609
I. Wartości niematerialne i prawne	0,1639	0,5174	0,4635	-0,1027	0,5200	0,2864	0,6990	-0,7763	0,9585	-0,0207
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,9547	0,9095	0,9610	0,9391	0,8313	0,8193	0,9537	0,9619	0,8171	0,9597
III. Należności długoterminowe	0,0000	-0,9859	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,7566	0,0000	0,0000	-0,4114
IV. Inwestycje długoterminowe	0,0000	-0,3291	0,0000	-0,5359	0,2396	0,0000	-0,3543	0,0000	0,0000	-0,5164
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-0,4125	0,8220	0,8631	0,9175	0,6858	0,5038	0,8310	0,6074	0,7663	0,0603
B. Aktywa obrotowe	-0,2157	0,5690	0,7569	0,6332	0,8592	0,6685	0,9034	0,6863	0,6142	0,3469
I. Zapasy	0,9459	0,7157	0,6094	-0,7836	0,4284	0,5377	0,8031	0,6582	0,4029	0,7318
II. Należności krótkoterminowe	0,9518	0,7135	0,8375	-0,0365	0,8052	0,3473	0,6366	0,6995	0,1083	0,4620
III. Inwestycje krótkoterminowe	-0,4770	0,4654	0,1984	0,6084	0,8786	0,5553	0,8702	0,6450	0,6750	0,0897
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,6246	0,3920	0,5095	0,6825	-0,0837	0,0891	0,1322	0,2754	-0,1642	0,4407

A. Kapitał (fundusz) własny	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	0,9564	0,7176	0,9416	0,9392	-0,3307	0,5618	0,9731	0,2998	0,5705	0,8613
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,6753	0,7349	0,4289	0,7638	0,8959	0,6892	0,7631	0,7142	0,7804	-0,1864
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,7908	-0,4870	-0,0477	-0,3015	-0,8753	-0,7085	-0,6122	-0,2975	-0,0344	-0,3285
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,8504	0,2948	-0,2343	0,4056	-0,5400	0,3968	0,6415	-0,1389	-0,1136	0,4040
Zysk netto (roku poprzedniego)	0,8212	0,2206	-0,1577	0,7410	-0,0243	-0,0837	0,9211	0,7760	0,0514	-0,4622
Spółki	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW	Wodociągi Płockie	Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji
Przychody z działalności operacyjnej	0,7765	0,9946	0,7994	0,9089	0,9821	0,8472	0,9645	0,9202	0,9474	0,9548
Koszt działalności operacyjnej	0,8029	0,9935	0,6882	0,9242	0,9842	0,6095	0,8111	-0,2339	0,9544	0,9586
Amortyzacja bilansowa	0,9271	0,9668	0,4867	0,8620	0,9909	0,4334	0,9065	0,8536	0,9627	0,8674
Nakłady inwestycyjne brutto	0,5007	0,5425	0,4424	0,1643	0,8517	0,6554	0,3097	0,8846	0,3058	0,4450
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-0,3375	0,1259	0,0506	0,3275	0,2483	0,5667	-0,0877	0,3699	-0,5194	0,0486
Kapitał własny według stanu na koniec roku obrotowego po korektach	0,9991	0,9999	0,9135	1,0000	0,9998	0,9639	0,9991	0,9972	1,0000	1,0000
Kapitał obcy oprocentowany według stanu na koniec roku obrotowego	0,6304	0,8096	-0,8844	-0,0136	0,4492	0,2550	0,3259	0,0184	-0,7828	0,9480
Koszt kapitału	-0,0658	0,8711	-0,6157	0,8034	0,7964	-0,8256	0,0000	-0,6517	0,2126	-0,5515
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-0,3274	-0,2317	0,1663	-0,1945	0,0914	0,6181	0,0000	0,4110	-0,5462	0,0954
A. Aktywa trwałe	0,8152	0,9774	0,4694	0,9989	0,9942	0,5677	0,9339	0,9482	0,9861	0,9770
I. Wartości niematerialne i prawne	0,6009	0,5254	0,1890	0,4297	0,7225	-0,3857	0,0000	0,7970	-0,8008	0,8964
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,8148	0,9771	0,4963	0,9988	0,9938	0,6036	0,9197	0,9449	0,9858	0,9778
III. Należności długoterminowe	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
IV. Inwestycje długoterminowe	-0,0000	0,9680	-0,5189	0,9951	0,0000	-0,5184	0,0000	0,0000	0,0000	0,0900
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8231	0,8768	0,0525	0,9510	0,9795	0,1610	0,1025	0,9686	0,8991	-0,7639
B. Aktywa obrotowe	0,5320	0,9580	0,8619	0,7598	0,9875	0,7138	0,5052	0,8724	0,9051	0,5464
I. Zapasy	0,3547	0,9619	0,8084	0,1761	0,8935	0,8350	0,4445	0,5595	0,7455	0,3407
II. Należności krótkoterminowe	0,5918	0,8686	0,6965	0,8487	0,9399	0,3658	0,3036	0,9102	0,8106	0,7021

III. Inwestycje krótkoterminowe	0,2236	0,8531	0,8772	0,7048	0,8414	0,8564	0,4104	0,7868	0,8932	0,1903
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,3954	0,3364	-0,9125	0,9120	0,5003	0,2108	0,6011	0,9461	0,9948	-0,7758
A. Kapitał (fundusz) własny	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	0,6968	0,8394	-0,0920	0,1840	0,9184	0,5739	0,6409	0,7665	-0,6813	0,9419
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,6530	0,9211	0,7476	0,9191	0,9176	0,9063	0,2702	0,8695	0,7881	0,2883
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,5007	-0,5425	-0,4327	-0,1865	-0,8549	-0,5262	-0,2938	-0,8854	-0,4133	-0,4230
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,3856	0,3458	-0,4533	-0,3868	0,0680	-0,7325	0,1259	0,8752	0,9346	0,3845
Zysk netto (roku poprzedniego)	0,4341	0,7596	0,3222	0,3196	0,2930	0,8533	0,0063	0,4668	0,0742	-0,1281
Spółki	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	Walbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławku	Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja	Tarnowskie Wodociągi	Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie	Legnickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	
Przychody z działalności operacyjnej	0,9301	-0,8451	0,9275	0,9581	0,8629	0,9708	0,6054	0,9384	0,9471	
Koszt działalności operacyjnej	0,9501	0,0404	0,9264	0,9538	0,8738	0,9941	0,5355	0,9568	0,9511	
Amortyzacja bilansowa	0,9783	-0,5749	0,8826	0,9513	0,9424	0,9325	0,6550	0,9494	0,8186	
Nakłady inwestycyjne brutto	0,7464	-0,4931	0,0040	0,6327	0,5841	0,5544	0,5896	0,5488	-0,0492	
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-0,1139	-0,7231	0,5838	-0,1777	-0,3741	-0,2189	0,6623	0,1057	-0,2444	
Kapitał własny według stanu na koniec roku obrotowego po korektach	0,9997	0,9881	0,9991	0,9999	0,9999	0,9974	0,9994	0,9999	0,9987	
Kapitał obcy oprocentowany według stanu na koniec roku obrotowego	0,0792	-0,4517	0,7568	0,7268	0,7437	0,5483	-0,2393	-0,6605	-0,8211	
Koszt kapitału	-0,7438	0,8422	-0,6797	0,8797	0,3005	0,8668	-0,7016	-0,3050	-0,7629	
Ekonomiczna wartość dodana EVA	0,4035	-0,7609	0,6355	-0,2604	-0,3826	-0,2849	0,7606	0,1596	0,2453	
A. Aktywa trwałe	0,9789	0,6561	0,7770	0,9274	0,8982	0,7980	0,9792	0,9049	0,1101	
I. Wartości niematerialne i prawne	0,7363	0,6495	0,7708	0,4400	0,6028	0,6857	-0,0234	-0,2649	0,9245	
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,9783	0,6470	0,7764	0,9272	0,8918	0,7978	0,9804	0,9049	0,0623	
III. Należności długoterminowe	0,0000	0,0000	-0,9334	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	
IV. Inwestycje długoterminowe	-0,8155	0,0000	0,0000	0,0000	0,5548	0,0000	0,0000	-0,7379	0,6950	
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9101	0,4770	0,6082	0,9203	0,9046	0,7179	-0,1650	0,0000	-0,1382	

B. Aktywa obrotowe	0,8149	-0,6680	0,7462	0,9547	0,8242	0,7140	-0,1120	0,4587	0,5635
I. Zapasy	0,7459	-0,4773	-0,2497	0,8589	-0,8058	0,7390	0,9049	0,0231	0,2092
II. Należności krótkoterminowe	0,5853	-0,7181	0,5158	0,9046	0,4907	0,7976	0,4875	0,8437	-0,3949
III. Inwestycje krótkoterminowe	0,7959	-0,4133	0,7210	0,9397	0,6491	0,5462	-0,5880	0,0550	0,5656
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-0,3880	-0,7683	0,9185	0,6905	0,7218	0,8426	0,4334	0,0000	0,6979
A. Kapitał (fundusz) własny	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	0,7886	-0,2604	0,7471	0,7975	0,7964	0,6593	0,0564	0,0089	-0,5757
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,7807	0,0567	0,8070	0,9456	0,6597	0,7918	0,6090	0,5939	0,4666
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,7403	0,4080	0,0013	-0,6451	-0,5961	-0,5548	-0,5757	-0,5090	-0,3151
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,1974	0,7253	-0,2426	0,5331	0,3249	0,4417	-0,0948	-0,5331	-0,6458
Zysk netto (roku poprzedniego)	0,4291	0,2557	0,9345	0,7269	0,8206	0,4674	-0,3756	0,3315	-0,5453

Źródło: Opracowanie własne.

Kierując się współczynnikiem dopasowania (determinacji) R^2 uzyskano informację o tym, w jakim stopniu zmienna przyjęta za objaśniającą tłumaczy zmienną objaśnianą. Potencjalne zmienne objaśniające, wraz z informacją odnośnie uśrednionego współczynnika korelacji i determinacji R^2 dla całej badanej grupy przedstawiono w tabeli 46.

Tabela 46. Zestawienie współczynnika korelacji i dopasowania zmiennych objaśniających

Zmienna	Uśredniony współczynnik korelacji	Uśredniony R^2
Przychody z działalności operacyjnej	0,8425	70,99%
Koszt działalności operacyjnej	0,7929	62,87%
Amortyzacja bilansowa	0,7196	51,78%
Nakłady inwestycyjne brutto	0,4156	17,27%
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-0,0532	0,28%
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego po korektach	0,9814	96,31%
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	0,3022	9,13%
Koszt kapitału	-0,1125	1,26%
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-0,0428	0,18%
A. Aktywa trwałe	0,8568	73,41%
I. Wartości niematerialne i prawne	0,3050	9,30%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,8320	69,23%
III. Należności długoterminowe	0,0222	0,05%
IV. Inwestycje długoterminowe	0,0114	0,01%
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,5616	31,54%
B. Aktywa obrotowe	0,6474	41,91%
I. Zapasy	0,3914	15,32%
II. Należności krótkoterminowe	0,5831	34,01%
III. Inwestycje krótkoterminowe	0,5303	28,12%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,3457	11,95%
A. Kapitał (fundusz) własny	1,0000	100,00%
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	0,5689	32,37%
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,6488	42,09%
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,4697	22,06%
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,1306	1,70%
Zysk netto (roku poprzedniego)	0,3862	14,91%

Źródło: Opracowanie własne.

Przy interpretacji uzyskanych wyników badania uwzględniono następujące parametry graniczne. Wielkość współczynnika korelacji mniejsza niż 0,2 - nie ma związku między badanymi zmiennymi. Wielkość współczynnika korelacji w granicach:

- 0,2-0,4 świadczy o niskiej zależności,
- 0,4-0,7 zależność umiarkowana,
- 0,7-0,9 zależność znacząca,
- powyżej 0,9 zależność bardzo silna.

Przedstawione parametry stały się podstawą do dokonania oceny występowania zależności i określenia jej siły dla podmiotów wchodzących w skład badanej próby oraz dokonania syntetycznej oceny.

Uzyskane wyniki pozwalają na stwierdzenie, iż przewidywana pozytywna i o wysokim stopniu zależności korelacja pomiędzy wartością EVA[®] a oszacowaną, z zastosowaniem metody aktywów netto, wartością przedsiębiorstwa występuje jedynie w przypadku jednego przedsiębiorstwa. Współczynnik korelacji znajduje się w granicach pozwalających na określenia występowania zależności jako stymulującej i znaczącej w przypadku Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu (współczynnik korelacji 0,7606). W przypadku następujących przedsiębiorstw:

- Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej (współczynnik korelacji 0,6181),
- SAUR Neptun Gdańsk (współczynnik korelacji 0,6826),
- Miejskiego Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku (współczynnik korelacji 0,6355),
- Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego (współczynnik korelacji 0,4879),
- Wodociągów Płockich (współczynnik korelacji 0,4110),
- Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp. (współczynnik korelacji 0,4035),

określony współczynnik korelacji wskazuje na występowanie zależności

umiarkowanej. W pozostałych przypadkach, tj. 9 przedsiębiorstwach, w których stwierdzono występowanie korelacji pozytywnej, ale o wartości do 0,4, wielkość współczynnika świadczy o niskiej zależności.

W badanej populacji wystąpiły także wielkości współczynnika korelacji pozwalające na stwierdzenie występowania znaczącej negatywnej zależności. Sytuacja ta miała miejsce w przypadku Wałbrzyskiego Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji (współczynnik korelacji w wysokości -0,7609). Natomiast w przypadku kilku przedsiębiorstw:

- Miejskich Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy (współczynnik korelacji -0,6701),
- Miejskiego Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie (współczynnik korelacji -0,5694),
- Górnośląskiego Przedsiębiorstwa Wodociągów w Katowicach (współczynnik korelacji -0,4263),
- Wodociągów Białostockich (współczynnik korelacji -0,4220),
- Zabrzeńskiego Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji (współczynnik korelacji -0,0576),
- Bytomskiego Przedsiębiorstwa Komunalnego (współczynnik korelacji -0,6208),
- Wodociągów i Kanalizacji w Opolu (współczynnik korelacji -0,5462),

stwierdzono występowanie zależności umiarkowanej, ale ujemnej.

Spodziewana, dominująca wśród badanych podmiotów dodatnia i silna korelacja pomiędzy wielkością EVA[®], a wartością przedsiębiorstwa oszacowaną z zastosowaniem metody aktywów netto, znalazła potwierdzenie zaledwie w jednym przypadku. W 6 przedsiębiorstwach wstępuje pozytywna, umiarkowana zależność pomiędzy badanymi zmiennymi. W jednym przypadku zależność jest znacząca, zaś w 7 przypadkach ma charakter umiarkowany, ale jednocześnie jest zależnością o charakterze limitującym.

W przypadku uśrednionych dla całej badanej populacji wielkości, w wyniku obliczenia współczynnika korelacji stwierdzono, że pomiędzy

wielkością EVA[®] a oszacowaną z zastosowaniem metody aktywów netto wartością przedsiębiorstwa nie występuje zależność (współczynnik korelacji - 0,0428).

6. Wynik analizy a zidentyfikowane postawy członków rady nadzorczej

Przedsiębiorstwami działającymi w formie spółek kapitałowych, kryjąc się za fasadami nazw i instytucji, rządzą realne osoby, których działania lub bierność ma wpływ na funkcjonowanie organizacji. Splatanie się różnych celów i interesów powoduje, że członkowie organów spółki, a zwłaszcza organów nadzoru, nie zawsze mają na względzie nadrzędny interes spółki, jakim jest wzrost jej wartości.

Zaprezentowana w dysertacji analiza pozwala na ustalenie następujący faktów. W przypadku 6 podmiotów występuje prowartościowe nastawienie członków rady nadzorczej i zarządu, o czym świadczą osiągnięte wielkości zmian MAN, powyżej bazowej wielkości WIBID oraz wystąpienie dodatniej wartości współczynnika EVA[®]. Są to następujące przedsiębiorstwa; Aquanet S.A., SAUR Neptun Gdańsk, Toruńskie Wodociągi, Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne oraz Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku. Niewątpliwym liderem w zakresie osiąganego współczynnika EVA[®] był SAUR Neptun Gdańsk, co świadczy o zastosowaniu w praktyce w tej spółce koncepcji zarządzania przez wartość. W pozostałych przypadkach osiągnięcie wielkości parametrów sytuują dane przedsiębiorstwo poniżej wartości granicznej. Taka sytuacja wskazuje, iż zaledwie 12% analizowanych podmiotów funkcjonuje, mając na uwadze wzrost wartości przedsiębiorstwa. W przypadku spółek, w których wystąpiła wielkości parametru procentowej zmiany MAN powyżej WIBID, jego wartość nie znalazła potwierdzenia w dodatniej wartości współczynnika EVA[®]. W przypadku 15 przedsiębiorstw obydwa parametry były poniżej wielkości normatywnej.

Wyniku analizy zmian wartości przedsiębiorstwa wchodzących w skład analizowanej grupy pozwalają na wysnucie wniosku uogólniającego i dokonanie ustalenia postaw członków organów spółek z udziałem jednostek samorządu terytorialnego. Analiza relacji osiągniętych wyników ekonomicznych pozwoliła na dokonanie oceny działań członków rad nadzorczych w aspekcie dbania o wzrost wartości przedsiębiorstwa. Stąd można wysnuć wniosek, iż osoby zasiadające w organach tych spółek nie reprezentowały postawy nastawionej na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Ponieważ za kształtowaniem strategii działalności spółki, stoją konkretni ludzie, ocena efektów ich działalności w ujęciu wartościowym jest uzasadniona. Uzyskane wyniki pozwalają na wysnucie wniosku, iż członkowie rad nadzorczych i zarządów spółek z udziałem J.S.T. nie są zainteresowani wzrostem wartości przedsiębiorstw, w których J.S.T. ma udział i wykazują postawę „proetatową”, a nie „prowartościową”.

W celu określenia prawdopodobnej przyczyny takiego stanu rzeczy w dalszym ciągu dysertacji dokonano przeglądu zmian osobowych, które wystąpiły w analizowanym okresie w organach nadzoru i organach wykonawczych podmiotów. Podstawą do określenia zaistniałych zmian były informacje opublikowane w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dokonany przegląd zapisów zmian ujawnionych w KRS przedstawiono w tabeli 47.

Tabela 47. Tabela rotacji /zmian personalnych w organach spółek w latach 2001-2011 r.

Lp.	Przedsiębiorstwo	Ilość osób określona w umowie spółki / ilość osób zasiadających w organie w okresie 2001-2011 (Zarząd)	Ilość osób określona w umowie spółki / ilość osób zasiadających w organie w okresie 2001-2011 (Rada Nadzorcza)
1	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie	4/17	6/19
2	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	3/5	6/17
3	Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi	5/15	6/24
4	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	4/9	6/22
5	Aquanet sp. z o.o. / Aquanet S.A.	3/6	9/23
6	SAUR Neptun Gdańsk	3/5	7/23
7	Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	5/8	7/28
8	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	4/8	3/19
9	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie	2/7	5/15
10	Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach	4/10	8/23
11	Wodociągi Białostockie	3/4	5/23

12	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni	1/1	5/7
13	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego	3/4	6/14
14	Wodociągi Miejskie w Radomiu	3/3	5/19
15	Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu	4/7	4/13
16	Toruńskie Wodociągi	4/6	3/10
17	Wodociągi Kieleckie	1/2	6/9
18	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach	2/3	5/10
19	Zabrzańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	3/7	5/12
20	Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	2/8	5/19
21	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie	1/3	7/25
22	AQUA Bielsko Biała	2/4	5/16
23	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie	1/1	2/6
24	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej	2/6	5/19
25	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku	1/4	5/18
26	Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach	1/5	6/13
27	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej	2/4	6/19
28	Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW	1/4	3/9
29	Wodociągi Płockie	2/3	5/15
30	Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	7/3	5/21
31	Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	1/1	6/15
32	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp.	3/7	4/11
33	Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	2/9	3/8
34	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku	2/5	3/12
35	Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja	3/3	5/12
36	Tarnowskie Wodociągi	3/6	6/31
37	Chorzowsko-Swiętochłowski Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	3/6	4/6
38	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu	3/3	5/23
39	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie	1/2	1/17
40	Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji	1/5	6/15

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Krajowego Rejestru Sądowego w latach 2001-2011.

W zestawieniu widoczna jest stała rotacja członków Rad Nadzorczych, natomiast w przypadku organu wykonawczego fluktuacja ma znaczenie marginalne. Taki układ zmian personalnych potwierdza, iż formalnie nadzorujący są uzależnieni od nadzorowanych, a więc nie mogą skutecznie sprawować

funkcji nadzorczych i kontrolnych. Większa częstotliwość zmian personalnych w obsadach rad nadzorczych w stosunku do nikłej rotacji wśród członków zarządu świadczy, że w spółkach z udziałem J.S.T. nastąpiła faktyczna zamiana miejsc i rozproszenie władzy rady, a sama rada nadzorcza stała się zależna od zarządu, nie zaś zarząd od rady nadzorczej.

Określenie potencjalnych przyczyn zaobserwowanego stanu w przypadku zarządu można dokonać poprzez odwołanie się do teorii „kapitalizmu menedżerskiego” i zawłaszczania wartości dodanej przez menedżerów. Prawdopodobną przyczyną występowania opisanego zjawiska jest funkcjonowanie „symbolicznego” nadzoru korporacyjnego, w którym członkowie rady ograniczają się w swych działaniach do wykonywania funkcji zatwierdzania decyzji. Częsta rotacja osób zasiadających w organie nadzoru powoduje brak zainteresowania członków rad do zajmowania się sprawami Spółki, gdyż traktują oni swój obowiązek jedynie w kategoriach odbycia posiedzenia. Ponadto wysoki poziom rotacji osobowej powoduje, że brak im motywacji do podejmowania działań, a sam wpływ ze względu na ograniczony czas oddziaływania na funkcjonowanie organizacji, jest nikły lub wręcz iluzoryczny.

Założona poprawa efektywności gospodarowania majątkiem przez spółki z udziałem J.S.T., leżąca u podstaw ich przekształcenia z zakładów budżetowych w spółki prawa handlowego nie została potwierdzona w rzeczywistości gospodarczej. Przyczyną powyższego stanu rzeczy jest fakt, iż za zmianami prawno-organizacyjnymi nie nastąpiło wdrożenie mechanizmów oceny członków wchodzących w skład zarządu spółki za osiągnięte efekty, a wewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego zaczęły funkcjonować, przyjmując fasadową formę zapewnienia wymogów formalnych określonych w k.s.h.

System nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. nie spełnia wymagań narzuconych przez nowy paradygmat celu działalności przedsiębiorstwa. Na poziomie mikroekonomicznym nie dba o to, aby przedsiębiorstwo dążyło do zwiększania wartości dla właścicieli.

Zakończenie

Ponieważ ludzie zasiadający w radzie nadzorczej, poprzez swoje osobiste zaangażowanie decydują o sprawności nadzoru korporacyjnego, ich postawa wpływa na organizację, a zatem winna przejawiać się wzrostem wartości przedsiębiorstwa, gdyż to właśnie w niej ogniskują się efekty działań osób, które zasiadają w organach spółek. Ze względu na wzajemne przenikanie się systemów nie jest istotne czy jest to, jak w anglosaskim kręgu kulturowym Rada Dyrektorów, czy też jak w systemie reńskim Rada Nadzorcza i Zarząd. Ich cel jest jasny, zapewnić wzrost wartości dla właściciela.

Przedstawione w dysertacji rozważania wynikają z przekonania, że właściwym celem funkcjonowania przedsiębiorstw jest zwiększanie wartości dla właścicieli. Biorąc wartość przedsiębiorstwa za punkt odniesienia, można zatem dokonać oceny siły oddziaływania nadzoru korporacyjnego, obserwując zmiany tejże wartości. Dotychczasowe analizy funkcjonowania nadzoru korporacyjnego koncentrowały się głównie na spółkach giełdowych, natomiast zarządzanie przez wartość w spółkach, których udziały/akcje nie były przedmiotem obrotu na parkiecie giełdowym, nie były przedmiotem zainteresowania i analiz. Powyższe skłoniło autora dysertacji do podjęcia próby wypełnienia powyższej luki i dokonania oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w ujęciu wartościowym, dla spółek, które nie są notowane na GPW.

W pracy dokonano założenia że dążenie do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, uznawane jest za jego podstawowy cel działania, który implikuje potrzebę alokacji zasobów przedsiębiorstwa pod kątem realizacji tak zdefiniowanego celu. Przyjęcie nowego paradygmatu w zarządzaniu, opierającego się na podporządkowaniu strategii rozwoju przedsiębiorstwa wymogom efektywnego kreowania jego wartości zostało implementowane do spółek z udziałem J.S.T. Maksymalizacja wartości, jako główny cel przedsiębiorstwa jest celem silnie zorientowanym na właścicieli przedsiębiorstwa, przy czym dzięki wzrostowi wartości dla akcjonariuszy tworzona jest dodatkowa wartość, która

może być dystrybuowana także pomiędzy innych interesariuszy i zapobiega konieczności podejmowania decyzji sanacyjnych wymaganych w art. 233 § 1 i 397 § 1⁴¹⁵ k.s.h. i konieczności zaangażowania środków publicznych.

Mając na uwadze, że podjęcie problematyki zarządzania przez wartość w przedsiębiorstwach z udziałem J.S.T. wynika z potrzeb praktyki gospodarczej, dysertacji przyświecał cel, aby jej rezultaty miały walor aplikacyjny. Aby osiągnąć ten cel, dokonano przeglądu teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego i na tej podstawie wypracowano narzędzie służące określeniu funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, poprzez wykorzystanie obserwacji zmian wartości przedsiębiorstwa.

Realizacji celu głównego pracy podporządkowano realizację celów częściowych, które kolejno służyły usystematyzowaniu wiedzy o systemach nadzoru korporacyjnego i wskazaniu teoretycznych koncepcji jego funkcjonowania. Dokonano przedstawienia instytucji przedsiębiorstwa jako organizacji generującej wartość dla właścicieli. Dokonany przegląd koncepcji nadzoru korporacyjnego oraz funkcjonowania przedsiębiorstwa stał się podstawą do podjęcia próby opracowania metodyki oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego. Powyższe dokonano poprzez przegląd istniejących narzędzi i wykonanie ich oceny pod kątem adekwatności do wyznaczonego celu głównego niniejszej rozprawy.

Po pierwsze w rozprawie dokonano krytycznej analizy teorii nadzoru korporacyjnego pod kątem ich przystosowalności do uwarunkowań krajowych i wyjaśnienia różnic funkcjonowania nadzoru, w zależności od źródła i uwarunkowań kulturowo-prawnych danego modelu gospodarczego.

Po drugie, dokonano krytycznej analizy problematyki oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w aspekcie obserwacji zmian wartości przedsiębiorstwa, jako odzwierciedlenia siły oddziaływania organów nadzoru korporacyjnego. Aspekt ten został wzbogacony o przedstawienie koncepcji zarządzania przez wartość (Value Based Management) wraz z wykorzystaniem

⁴¹⁵ Jeżeli bilans sporządzony przez zarząd wykaże stratę przewyższającą sumę kapitałów zapasowego i rezerwowych oraz jedną trzecią kapitału zakładowego.

wielkości i parametru EVA[®]. W dysertacji, obserwacja zmian wartości przedsiębiorstwa, z wykorzystaniem szacowania metodą aktywów netto, jak i obserwacja zmian wielkości parametru EVA[®] stanowiły podstawę dokonania oceny skuteczności funkcjonowania nadzoru korporacyjnego.

W wyniku dokonania procesu analizy zależności wartości przedsiębiorstw od efektywności nadzoru korporacyjnego, wchodzących w skład analizowanej grupy ustalono, że organ nadzoru formalnie pełnił funkcje nadzorcze, aprobując wyznaczone cele i wyznaczając mierniki jego osiągnięcia, jednak w rzeczywistości funkcjonował jako fikcja prawna, w roli normatywnej zasłony.

Rezultatem poznawczym rozprawy jest dowiedzenie, iż właściwym celem funkcjonowania niegiełdowych przedsiębiorstw, także z udziałem J.S.T. winno być zwiększanie wartości dla właścicieli. W pracy przedstawiono argumenty przemawiające za tym, że jest to najwłaściwsza, spośród rozważanych współcześnie, koncepcja celu funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Stopień realizacji tego celu stanowi punkt odniesienia do dokonania oceny rezultatów rozprawy. Rezultatem poznawczym rozprawy jest syntetyczne spojrzenie na funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. Dokonany przegląd sugeruje, iż wpisana w filozofię działania dbałość o wartość dla właścicieli ma znikoma ilość podmiotów. W przypadku pozostałych spółek nie jest widoczny efekt oddziaływania organów spółki, tj. rady nadzorczej i zarządu nastawiony na zwiększanie bogactwa właściciela, którym jest J.S.T.

Tym samym powstaje wątpliwość, odnosząca się do skuteczności nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem J.S.T. Formalnie obowiązujące przepisy prawne są przez organy spółki realizowane, jednak w praktyce, działania rady nadzorczej i zarządu nie znajdują odzwierciedlenia w zwiększaniu wartości przedsiębiorstwa.

Podsumowując, dokonany przegląd świadczy o potencjalnej nieskuteczności funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach prawa handlowego sektora wodociągowego z udziałem J.S.T.

Bibliografia

Zwarta

1. Bednarski, L., Borowiecki, R., Duraj, J., Kurtys, E., Waśniewski, T., Wersty, B., 1996, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
2. Brigham, E. F., 1996, *Fundamentals of Financial Management, Podstawy zarządzania finansami*, tłum. R. Kokoszyński, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne.
3. Cejmer, M., Chruściński, M., Opalski, A., Oplustil, K., Sójka, T., Stroiński, R., Teichmann, C., 2006, *Corporate Governance*, Cejmer, M., Napierała, J., Sójka, T., (red.), Wolters Kluwer Polska, Kraków.
4. Colley, J. L. Jr., Doyle, J. L., Logan, G. W., Stettinius, W., 2005, *Corporate Governance, Ład korporacyjny*, tłum. M. Szczepański, Wydawnictwo Liber, Warszawa.
5. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., 1997, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, tłum. T. Wiazowski, A. Kalinauskas, WIG-Press, Warszawa.
6. Cwynar, A., Cwynar, W., 2002, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
7. Cyfert, S., 2004, *Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
8. Czekał, J., Dresler, Z., 1996, *Podstawowe zagadnienia finansów firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
9. Czerniawski, R., Rapacka, A., 2007, *Pomiędzy prawem a finansami*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
10. Czupiał, J., 2002, *Menedżerska koncepcja przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 928, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
11. Drucker, P. F., 1995, *Managing in Turbulent Times, Zarządzanie w czasach burzliwych*, tłum. J. Kajdy, Akademia Ekonomiczna w Krakowie / Czytelnik, Łódź.
12. Drucker, P. F., 1998, *The Practise of Management, Praktyka zarządzania*, tłum. T. Basiuk, Z. Broniarek, J. Gołębiowski, Akademia Ekonomiczna w Krakowie / Czytelnik, Łódź.

13. Duraj, A. N., 2002, *Grupy interesów przedsiębiorstwa w koncepcji stakeholders*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 928, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
14. Duraj, J., 1997, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
15. Ehrbar, A., 2000, *EVA. The Real Key to Creating Wealth, EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, tłum. M. Szczepanik, WIG-Press, Warszawa.
16. Fedorowicz, M., 2000, *Corporate Governance - nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w gospodarce*, w: Rudolf, S., (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
17. Gabrusewicz, W., 2005, *Podstawy analizy finansowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
18. Gołębiowski, G., Szczepankowski, P., 2007, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
19. Groblewska-Bogusz, B., 2000, *System nadzoru właścicielskiego a teoria kontraktów*, w: Rudolf, S., (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
20. Gross, D., 1999, *Forbes o największych sukcesach w świecie biznesu*, Wydawnictwo Naukowo - Techniczne, Warszawa.
21. Gruszecki, T., 2004, *Co powinno być bazą dla pełnej teorii przedsiębiorstwa - zarządzanie czy ekonomia?*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
22. Grzymała, Z., (red.), 2011, *Podstawy Ekonomiki Zarządzania w Gospodarce Komunalnej*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
23. Hagstrom, G., 2001, *The Warren Buffett Portfolio, Portfel Warrena Buffeta*, tłum. A. Ehrlich Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa.
24. Hamrol, M., 2007, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
25. Haus, B., 1999, *Rola i miejsce rad nadzorczych w spółkach kapitałowych*, w: Rudolf, S., (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

26. Herdan, A., 2007, *Przesłanki i warunki funkcjonowania nadzoru korporacyjnego*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni nr 6, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni, Bochnia,
27. Jagas, J., 2004, *Wybrane problemy efektywności nadzoru korporacji międzynarodowych*, w: Rudolf, S., (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
28. Jaki, A., 2012, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Zeszyty Naukowe, Seria Specjalna: Monografie nr 215, Kraków.
29. Janusz, T., Stos, D., 2000, *Funkcje kontrolne rad nadzorczych w spółkach kapitałowych*, w: Rudolf, S., (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
30. Jarzemowska, M., 2002a, *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego* w: Rudolf, S., (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
31. Jarzemowska, M., 2002b, *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
32. Jasiński, B., 2012, *Rady nadzorcze wobec zjawiska kryzysu organizacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, Monografie i Opracowania, nr 219, s. 56-89.
33. Jeżak, J., 2002a, *Czynniki determinujące efektywność nadzoru korporacyjnego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich*, w: Rudolf, S., (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
34. Jeżak, J., 2002b, *Wartość dla właścicieli jako kategoria integrująca proces zarządzania przedsiębiorstwem*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 928, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
35. Jeżak, J., 2004, *Rola Rady Nadzorczej w procesie podnoszenia wartości spółki*, w: Bieliński, J., (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa.
36. Jeżak, J., 2005, *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
37. Jeżak, J., 2010, *Ład korporacyjny, Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
38. Kidyba, A., 2004, *Prawo handlowe*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa.

39. Knapik, J., 1990, *Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa przemysłowego*, Państwowe Wydawnictwa Naukowe, Warszawa-Kraków.
40. Kołodkiewicz, I., 1999, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltex, Warszawa.
41. Kołodkiewicz, I., 2000, *Nadzór Korporacyjny: z doświadczeń doświadczonych*, w: Rudolf, S., (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
42. Koziół, L., 2007, *Ekonomiczno - organizacyjne aspekty nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach sektora komunalnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie nr 753, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
43. Koziół, L., 2008a, *Relacje agencji w spółkach kapitałowych sektora publicznego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie nr 772, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
44. Koziół, L., 2008b, *Wieloaspektowe ujęcie nadzoru korporacyjnego spółek kapitałowych sektora komunalnego*, w: Stabryła, A., (red.), *Zarządzanie rozwojem organizacji w społeczeństwie informacyjnym*, Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
45. Koziół, L., Barwacz, K., 2006, *Przedsiębiorstwo sektora komunalnego w świetle teorii agencji*, w: Rudolf, S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
46. Koziół, L., Barwacz, K., 2008, *Model systemu nadzoru korporacyjnego spółek kapitałowych sektora komunalnego*, w: Rudolf, S., (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
47. Kozłowski, R., 2004, *Nadzór korporacyjny – ujęcie procesowe*, w: Rudolf, S., (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
48. Krzemińska, D., 2005, *Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
49. Kubot, Z., 1993, *Status pracowniczy członków zarządu spółek kapitałowych*, TNOiK, Zielona Góra.
50. Kucharski, M., 2005, *Korporacja jako naturalny etap rozwoju polskich przedsiębiorstw*, w: Pangsy-Kania, S., Szczodrowski, G., (red.), *Polska gospodarka w UE: innowacyjność, konkurencyjność, nowe wyzwania*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.

51. Kulesza, T., 2002, Systemowe uwarunkowania organizacyjno - prawne nadzoru właścicielskiego i nadzoru korporacyjnego w Polsce, w: Rudolf, S., (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
52. Kołodkiewicz, I., 1999, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext., Warszawa.
53. Lebenstein, H., 1988, *Poza schematem homo economicus, Nowe podstawy mikroekonomii*, PWN, Warszawa.
54. *Leksykon Zarządzania*, 2004, Romanowska, M., (red.), Wydawnictwo Difin, Warszawa.
55. Lichtarski, J., 2007, *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
56. Lis, K. A., Sterniczuk, H., 2005, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
57. Łobos, K., 2007, *Organizacja przedsiębiorstwa wspierająca efektywność ekonomiczną*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
58. Machaczka, J., Misiołek, K., 1999, *Modele naczelnego kierownictwa w spółkach kapitałowych*, w: Rudolf, S., (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
59. Machaczka, K., 2008, *Cel korporacji - paradoks zyskowości czy odpowiedzialności*, w: Rudolf, S., (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
60. Machała, R., 2006, *Przejęcia i fuzje. Wpływy na wartość firm*, Unimex, Wrocław.
61. Maddala, G. S., 2006, *Introduction to Econometrics, Ekonometria*, tłum. M. Gruszczynski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
62. Majewski, J., 2007, *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii*, Biblioteka Fundacji im. Takashimy, Wydawnictwo TRIO, Warszawa.
63. Marcinkowska, M., 2006, *Władztwo korporacyjne w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, w: Rudolf, S., (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
64. Marcinkowska, M., 2008, *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, w: Rudolf, S., (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
65. Matschke, M. J., Brösel, G., 2011, *Unternehmensbewertung, Wycena przedsiębiorstwa*, tłum. H. Gurgul, Wolters Kluwer, Warszawa.
66. Mendel, T., 2002, *Partycypacja w zarządzaniu współczesnymi organizacjami*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.

67. Mesjasz, C., 2002, *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, w: Rudolf, S., (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
68. Mesjasz, C., 2004, *Teorie nadzoru korporacyjnego*, w: Rudolf, S., (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
69. Mesjasz, C., 2006, *Nadzór, władanie, czy ład korporacyjny: problem nie tylko semantyczny*, w: Rudolf, S., (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
70. Mesjasz, C., 2007, *Ewolucja władania korporacyjnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie nr 753, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
71. Mesjasz, C., 2008, *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, w: Rudolf, S., (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
72. Michalak, M., 2004, *Wartość ekonomiczna jako parametr oceny w systemie nadzoru korporacyjnego*, w: Rudolf, S., (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
73. Michalski, D., Krysta, B., 2006, *Nowoczesne narzędzia kontroli zarządzania*, Almet Consulting, Warszawa.
74. Michalski, M., 2001, *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa.
75. Miroński, J., 2004, *Zarys teorii przedsiębiorstwa opartej na władzy*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
76. Misiołek, K., 2008, *Wykorzystanie koncepcji interesariuszy w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, w: Rudolf, S., (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
77. Mistarska-Dragan, B., 2004, *Czy Skarb Państwa to dobry wzór - nadzór właścicielski nad spółkami z udziałem jednostek samorządu terytorialnego?*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni nr 2, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni, Bochnia,
78. Mizerka, J., Skowroński, A., 2006, *Podjęcie opcyjne w analizie kosztów agencji*, w: Karpuś, P. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
79. Morck, R. K., Steier, L., *The Global History of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005.

80. Moszyński, M., 2007, *Własność a rozwój gospodarczy Chin*, w: Polzakiewicz, B., Boehlke J., (red.), *Własność i kontrola w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
81. Noga, A., 2011, *Teoria przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
82. Osiatynski, J., 1978, *Kapitał, podział, wartość. Kryzys ekonomii marginalistycznej*, PWN, Warszawa.
83. Otta, W. J., 1994, *Przedsiębiorstwo na rynku międzynarodowym. Analiza strategiczna*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa.
84. Peszko, A., 2003, *Nadzór korporacyjny w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: Urbańczyk, E., (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin.
85. Peszko, A., 2006, *Rada Nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
86. Rappaport, A., 1999, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors, Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, tłum. M. Nowak, WIG-Press, Warszawa.
87. Rudolf, S., Tadeusz, J., Stos, D., Urbanek, P., 2002, *Efektywny nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
88. Rudolf, S., 1999a, *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
89. Rudolf, S., 1999b, *Nadzór właścicielski w Wielkiej Brytanii i USA*, w: Rudolf, S., (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
90. Sadowy, M., 2010, *Podstawy Ekonomiki Przedsiębiorstwa Komunalnego*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Siedlcach, Siedlce.
91. Siodlarski, J., 1995, *Zarys historii gospodarczej Polski do 1939 roku*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa – Łódź.
92. Skoczylas, W., 2003, *Controlling wartości przedsiębiorstwa jako instrument skutecznej maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy*, w: Urbańczyk, E., (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, Kreos, Szczecin.
93. Solarz, J. K., 2006, *Wpływ jakości nadzoru korporacyjnego na wartość spółki*, w: Dobiegała-Korona, B., Herman, A., (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
94. Stoner, J. A. F., Freeman, R. E., Gilbert, D. R., 2001, *Management, Kierowanie*, tłum. A. Ehrlich, wyd. 2 popr., Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

95. Strużycki, M., 1992, *Przedsiębiorstwo a rynek*, PWE, Warszawa.
96. Sudoł, S., 1999, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*. TNOiK, „Dom Organizatora”, Toruń.
97. Sumek-Brandys, B., 2000, *Mierniki kreowania dodatkowej wartości (EVA[®], MVA[®])*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie nr 553, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.
98. Toffler, A., 2006, *Trzecia fala*, Wydawnictwo Kurpisz, Poznań.
99. Toffler, A., Toffler, H., 2006b, *Wojna i antywojna*, Wydawnictwo Kurpisz, Poznań.
100. Toffler, A., Toffler, H., 2007, *Rewolucyjne bogactwo*, Wydawnictwo Kurpisz, Przechmirowo.
101. Trojanowski, K., 2013, *Funkcjonowanie spółek komunalnych – miasto jako przedsiębiorca*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Innowacji nr 1, Lublin.
102. *Uniwersalny Słownik Języka Polskiego*, 2003, Dubisz, S., (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
103. Urbanek, P., 2005, *Nadzór korporacyjny a perspektywa teorii agencji*, w: Rudolf, S., (red.), *Nowa ekonomia instytucjonalna. Aspekty teoretyczne i praktyczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomii i Administracji im. Prof. E. Lipińskiego w Kielcach, Kielce.
104. Urbanek, P., 2005, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
105. Urbanek, P., 2006, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
106. Urbanowska-Sojkin, E., 2008, *Praktyka zarządzania strategicznego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
107. Walińska, E., Urbanek, P., 2004, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa - miara tylko księgową, czy nośnik wartości dla inwestora*, w: Bieliński, J. (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, Cedetu, Warszawa.
108. Wawrzyniak, B., Bińczak, B., 1991, *Skuteczne rady nadzorcze*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
109. Wiśniewski, A. W., 1993, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny*, Wydawnictwo POLTEXT, Warszawa.
110. Woodward, R., 2000, *Refleksje nad pojęciem corporate governance i jego rola w zarządzaniu firmą*, w: Rudolf, S., (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

111. Woźniak, T., 2004, *Budowa wartości firmy na podstawie wartości zrównoważonej karty wyników*, w: Szablowski, A., Tuzimek, R., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
112. Zalega, K., 2003, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
113. Zarzecki, D., 1999, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

Czasopiśmiennicza

114. Bai, C., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., Zhang, J., 2004, *Corporate governance and market valuation in China*, Journal of Comparative Economics, no. 32. s. 599-616.
115. Bielecki, A., Pawlak, M., 2004, *Model oceny rad dyrektorów w USA – wzór dla polskich spółek?*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 8, s. 98-104.
116. Bilewska, K., 2009, *Czy można zaskarżyć uchwałę rady nadzorczej spółki akcyjnej*, *Gazeta Prawna*, nr 107, 03.06.2009, s. 10.
117. Billewicz, J., 2001, *Ach ten kodeks*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 3, s. 55.
118. Byłka, H., 2011, *Nie za wszelką cenę*, *Przegląd Komunalny*, nr 1, s. 54-55.
119. Chakrabarti, R., Megginson, W., Yadav, K., 2008, *Corporate Governance in India*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, no. 1, s. 59-72.
120. Ciborski, D., 2004a, *Zysk netto nie wystarczy*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 8, s. 39-41.
121. Ciborski, D., 2004b, *Najważniejsza jest gotówka*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 7, s. 42-44.
122. Cooper, K., 2008, *Woda cenna jak ropa*, *Polska The Times*, 16 czerwca, s. 14
123. Cwynar, A., Cwynar, W., 2004, *EVA a kreacja wartości dla akcjonariuszy*, *Przegląd Organizacji*, nr 1, s. 32-35.
124. Czakon, W., 2010, *Zasobowa teoria firmy w krzywym zwierciadle*, *Przegląd Organizacji*, nr 4, s. 8-12.
125. Czarniecki, J. S., 2009, *Potocznie korporacja*, *Organizacja i Kierowanie*, nr 4, s. 9-21.
126. Czarnota, J. L., Czarnota, M., 1996, *Systemy nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych*, *Przegląd Organizacji*, nr 9, s. 28-31.
127. Czarnota, J. L., Czarnota, M., 1997, *Usytuowanie i zadania rad nadzorczych w polskim kodeksie handlowym*, *Przegląd Organizacji*, nr 1, s. 11-13.
128. Dobija, D., 2011, *Audytting jako element ładu korporacyjnego*, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, tom 64 (120), SKWP, Warszawa, s. 25 – 37.

129. Fijałkowski, M. (red.), 2000a, *Enron – wzorowe wykorzystywanie pomysłów i umiejętności*, Zarządzanie na Świecie, nr 10, s. 1-6.
130. Fijałkowski, M. (red.), 2000b, *Rosnąca rola rad nadzorczych w USA*, Zarządzanie na Świecie, nr 1, s. 25-27.
131. Fijałkowski, M. (red.), 2001a, *Czy członkowie zarządów w Niemczech zarabiają za dużo?*, Zarządzanie na Świecie, nr 11 s. 32-34.
132. Fijałkowski, M. (red.), 2001b, *Dramatyczny wzrost nacisku akcjonariuszy na zarządy*, Zarządzanie na Świecie, nr 7, s. 16-19.
133. Fijałkowski, M. (red.), 2001c, *Wątpliwy sens raportów kwartalnych*, Zarządzanie na Świecie, nr 9, s. 32-36.
134. Fijałkowski, M. (red.), 2001d, *Zysk akcjonariuszy kluczowym celem przedsiębiorstwa*, Zarządzanie na Świecie, nr 4, s. 7-10.
135. Fijałkowski, M. (red.), 2002a, *Czym interesom służy przedsiębiorstwo?*, Zarządzanie na Świecie, nr 8, s. 12-17.
136. Fijałkowski, M. (red.), 2002b, *Nieufność wobec raportów finansowych*, Zarządzanie na Świecie, nr 4, s. 22-26.
137. Fijałkowski, M. (red.), 2004, *Specyfika niemieckich rad nadzorczych*, Zarządzanie na Świecie, nr 11, s. 33-38.
138. Fijałkowski, M. (red.), 2007, *Ograniczanie władzy zarządów przez rady idzie czasami za daleko*, Zarządzanie na Świecie, nr 5, s. 25-30.
139. Fijałkowski, M. (red.), 2007, *Zalążki hybrydowego stylu zarządzania w Japonii*, Zarządzanie na Świecie, nr 5, s. 31-37.
140. Furtek, M., Jurcewicz, W., 2002, *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach akcyjnych*, Przegląd Prawa Handlowego, nr 6, s. 24-29.
141. Gabrusewicz, T., 2008, *Ewolucja modeli nadzoru korporacyjnego – cz. 2*, Monitor Rachunkowości i Finansów, nr 5, s. 41-47.
142. Gabrusewicz, T., 2008, *Ewolucja modeli nadzoru korporacyjnego – część pierwsza*, Monitor Rachunkowości i Finansów, nr 4, s. 50-56.
143. Gajewska-Jedwabny, A., Jedwabny, T., 2007, *(Nie-)skuteczność nadzoru*, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, nr 1, 24-32.
144. Gołaszewska-Kaczan, U., 2008, *W czyim interesie działa przedsiębiorstwo – przegląd wybranych teorii*, Optimum – Studia Ekonomiczne, nr 1, s. 19-26.
145. Grabowiecki, J., Fiedorczyk, M., 2010, *Specyfika nadzoru korporacyjnego w Rosji*, Optimum – Studia Ekonomiczne, nr 2, s. 115-137.
146. Grabowiecki, J., 2002, *Keiretsu organizacja, mechanizm funkcjonowania oraz kierunki zmian japońskich grup kapitałowo-przemysłowych*, Ekonomista, nr 1, s. 81-107

147. Gruszecki, T., 1994, *Uwagi o zasadzie maksymalizacji zysku*, *Ekonomista*, nr 5, s. 687-701.
148. Gwiazda, A., 1998, *Działalność korporacji ponadnarodowych w erze globalizacji*, *Przegląd Organizacji*, nr 11, s. 14-16.
149. Jaki, A., 2011, *Orientacja na wartość w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, *Przegląd Organizacji*, nr 9, s. 11-16.
150. Kariozen, W., 2011, *Analiza ewolucji pojęcia wartości*, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, tom 63 (119), Warszawa, s. 107 – 122.
151. Kim, E. K., Kim, W. 2008, *Changes in Korean Corporate Governance*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, no 1, s. 47-58.
152. Kochanek, T., Notopoulos, L., 2005, *Zrównoważona karta wyników – strategia przełożona na działanie*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, Nr 7/8, s. 31-34.
153. Kostrz-Kostecka, A., 2001, *Akcjonariusze i nowe prawo*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 1, 31.
154. Kuciński, J., 2005, *Maksymalizacja wartości firmy jako główny cel zarządzania poprzez Zrównoważoną Kartę Wyników*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 2, s. 34-37.
155. Mizerka, J., 2013, *Finanse przedsiębiorstw – dwa typy podejścia*, *Studia Oeconomica Posnaniensia*, nr 1, s. 40-48.
156. Mesjasz, C., 1998, *Corporate governance. Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”*, *Przegląd Organizacji*, nr 11, s. 10-13.
157. Mesjasz, C., 1999, *Mechanizmy nadzoru nad przedsiębiorstwem*, *Przegląd Organizacji*, nr 7-8, s. 14-19.
158. Mesjasz, C., 2011, *Maksymalizacja wartości akcji – kryterium techniczne czy błędna ideologia*, *Przegląd Corporate Governance*, nr 3, s. 19-22.
159. Nartowski, S., 2008, *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW (2008)*, *Przegląd Corporate Governance*, numer specjalny, s. 1-105.
160. Nestor, S., 2001, *Trendy corporate governance w OECD: Dokąd zmierzamy?*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 6-7, s. 14-19.
161. Niklewicz, K., 2009, *Zamiast złotej akcji złote instalacje*, *Gazeta Wyborcza*, nr 269, 18.11.2009, s. 30.
162. Opalińska, A., 2001, *Kodeks spółek handlowych po roku. Czy nowelizacja jest już niezbędna?*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 12, s. 29.
163. Opalski, A., 2005, *Monistyczny i dualistyczny system organizacyjny spółki akcyjnej – ewolucja, problemy, perspektywy (cz. I)*, *Prawo Spółek*, nr 11, 11-22.
164. Opalski, A., 2005, *Monistyczny i dualistyczny system organizacyjny spółki akcyjnej – ewolucja, problemy, perspektywy, (cz. II)*, *Prawo Spółek*, nr 12, s. 2-10.

165. Pawlak, M., 2010, *Funkcje członków rady nadzorczej*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 8, s. 25-31.
166. Pietrewicz, L., 2008, *Interes przedsiębiorcy a interes akcjonariuszy spółki giełdowej*, *Przegląd Organizacji*, nr 2, s. 33-36.
167. Pokoiska, A., 2009, *Raporty są naciągane*, *Gazeta Prawna*, nr 98, 21.05.2009, s. 2.
168. Rudolf, S., 1997, *Niemiecki system nadzoru właścicielskiego*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 3, s. 21-23.
169. Rudolf, S., 1998, *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 12, s. 18-21.
170. Rychwałowska-Musiał, E., 2008, *Koszt agencji i optymalna struktura kapitału firmy w warunkach rozdzielenia własności i kontroli*, *Ekonomista*, nr 4, s. s. 499-519.
171. Rychwałowska-Musiał, E., 2010, *Przeinwestowanie i koszty agencji długu w spółce*, *Ekonomista*, nr 1, s. 35-56.
172. Samborski, A., 2012, *Governance w przedsiębiorstwie w kontekście społecznej odpowiedzialności*, *Przegląd Organizacji*, nr 1, s. 14-17.
173. Shleifer, A., Vishny, R. W., 1997, *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, s. 737-783.
174. Sokół, A., Surmacz, A. O., 2009, *Ocena wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 10, s. 53-64.
175. Sowa, K., 2004a, *Ponadgraniczne przepływy wewnętrzne korporacji transnarodowych*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 12, s. 22-31.
176. Stach, P., 2010, *Jakość relacji z interesariuszami*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 1, s. 41-46.
177. Staniek, Z., 2005, *Renta informacyjna a teoria agencji*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 1, 19-28.
178. Sterniczuk, H., 2007, *Przywództwo rady nadzorczej - radykalny model nadzoru korporacyjnego*, *CEO – Magazyn Kadry Zarządzającej*, nr 1, s. 32-36.
179. Studziński, J., 2012, *Ewolucja systemów nadzoru korporacyjnego (2)*, *Przegląd Corporate Governance* nr 1, s. 65-91.
180. Studziński, J., 2012, *Ewolucja systemów nadzoru korporacyjnego (3)*, *Przegląd Corporate Governance* nr 1, s. 59-79.
181. Sudoł, S., 2005, *Niektóre kontrowersyjne problemy dotyczące przedsiębiorstwa jako instytucji*, *Organizacja i Kierowanie*, nr 1, s. 3-15.
182. Suwała, W., 2006, *Korporacyjne wzorce amerykańskiego giganta*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 6, s. 44.

183. Szomburg, J., Tamowicz, P., Dzierżanowski, M., 2001, *Corporate governance dla Polski*, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 9, s. 20-23.
184. Trzaskowski, M., 2008, *Rynki kapitałowe w Chinach*, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, nr 2, s. 92-99.
185. Turzyński, M., 2011, *Zastosowanie teorii agencji w badaniu historii rachunkowości*, Przegląd Organizacji, nr 7-8, s. 54-57.
186. Walczak, W., 2013, *Dysfunkcje nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem samorządów – studium przypadku*, Przegląd Corporate Governance, nr 1, s. 76-93.
187. Walczak, W., 2012, *Nadzór korporacyjny w spółkach z udziałem kapitałowym samorządu terytorialnego*, Współczesne Zarządzanie, nr 3, s. 191-200.
188. Wawrzyniak, B., 2000, *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, Organizacja i Kierowanie, nr 2, s. 17-37.
189. Więckowska, M., Fila, G., 2010, *Odpowiedzialność członków rad nadzorczych za prawidłowe badanie sprawozdań w spółkach niemieckich.*, Przegląd Corporate Governance, nr 1, s. 88-93.
190. Zorska, A., 1996a, *Przemiany organizacyjne w korporacjach transnarodowych*, Przegląd Organizacji, nr 3, s. 11-13.
191. Zorska, A., 1996b, *Strategie korporacji transnarodowych w Polsce*, Przegląd Organizacji, nr 2, s. 14-17.
192. Żur, A., 1999, *Keiretsu – japońskie konglomeraty przemysłowe*, Organizacja i Kierowanie, nr 4, s. 99-109.

Akty prawa

1. Druga Dyrektywa Rady z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału 77/91/EWG, Dz. Urz. UE L 26, 31.01.1977, zm. Dz. Urz. UE L 347, 28.12.1992.
2. Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz. Urz. UE L 390, 15.12.2004.
3. Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń, Dz. Urz. UE L 224, 16.08.2006.
4. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, Dz. U., nr 57, poz. 502.
5. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), Dz. U., Nr 33, poz. 289.
6. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 28 marca 2006 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szkoleń i egzaminów dla kandydatów na członków rad nadzorczych spółek, w których Skarb Państwa jest jedynym akcjonariuszem, Dz. U., Nr 61, poz. 432.
7. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 7 października 1997 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), Dz. U., Nr 128, poz. 829.
8. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 7 września 2004 r. w sprawie szkoleń i egzaminów dla kandydatów na członków rad nadzorczych spółek, w których Skarb Państwa jest jedynym akcjonariuszem, Dz. U., Nr 198, poz. 2038.
9. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U., Nr 184, poz. 1539.
10. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych, Dz. U., Nr 94, poz. 1037.

11. Ustawa z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji, Dz. U., Nr 153, poz. 1503.
12. Ustawa z dnia 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw skarbu Państwa oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych, Dz. U., Nr 65, poz. 404.
13. Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej, Dz. U., Nr 173, poz. 1807.
14. Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej, Dz. U., Nr 9, poz. 43.
15. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz. U., Nr 35, poz. 155.
16. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, Dz. U., Nr 16, poz. 93.
17. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz. U., Nr 183, poz. 1537.
18. Ustawa z dnia 30 kwietnia 2004 r. o zmianie ustawy o rachunkowości, zawierająca implementację postanowień Czwartej Dyrektywy 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych oraz Siódmej dyrektywy 83/349/EWG, Dz. U., Nr 145, poz. 1535.
19. Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji, Dz. U., Nr 171, poz. 1397.
20. Ustawa z 3 marca 2000 r. o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi, Dz. U., Nr 26, poz. 306.
21. Zalecenie Komisji WE z dnia 14.12.2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie.
22. Zalecenie Komisji WE z dnia 15.02.2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej).

Źródła internetowe

1. Earle, A., 2001, The Water Page, International Water Companies, http://www.africanwater.org/int_companies1.htm [dostęp 08.11.2011].
2. Forum Odpowiedzialnego Biznesu, 2011, Encyklopedia CSR, Termin "corporate governance" tłumaczony, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/baza-wiedzy/odr-csr/encyklopedia-csr.html?id=880> [dostęp: 01.07.2011].
3. http://www.case.com.pl/strona--ID-seminaria_inne_seminarium_id-1514571_nlang-19.html [dostęp: 13.05.2010].
4. <http://www.ppsk.pl/Home/ProjektKIGNET/KIGNETUs%C5%82ugiKomunalne/Bran%C5%BCesektorakomunalnego/Wodoci%C4%85gi/tabid/200/Default.aspx> [dostęp: 20.08.2010].
5. <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva> [dostęp: 30.08.2011].
6. Ipsen, E., 1991, How to Account for Maxwell Scandal, The New York Times, http://www.nytimes.com/1991/12/10/business/worldbusiness/10iht-max_2.html [dostęp: 13.09.2010].
7. Jasiński, P., 1997, Modele zarządzania usługami wodnokanalizacyjnymi – doświadczenia zagraniczne, <http://www.ppsk.pl/Home/ProjektKIGNET/KIGNETUs%C5%82ugiKomunalne/Bran%C5%BCesektorakomunalnego/Wodoci%C4%85gi/tabid/200/Default.aspx> [dostęp: 15.10.2010].
8. Ład korporacyjny na GPW, 2011, Dobre praktyki spółek notowanych na GPW http://www.corp-gov.gpw.pl/lad_corp.asp [dostęp: 05.06.2011].
9. Ministerstwo Skarbu Państwa - Serwis prywatyzacja, 2010, Ocena przebiegu prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2010 roku - za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2010 r. http://prywatyzacja.msp.gov.pl/porta1/pr/21/Ocena_przebiegu_prywatyzacji_majatku.html [dostęp: 21.07.2010].
10. Ministerstwo Skarbu Państwa, Informacja o przekształceniach i prywatyzacji mienia komunalnego za rok 2011, <http://prywatyzacja.msp.gov.pl/pr/komunalizacja/prywatyzacja-mienia-ko> (dostęp 25.11.2013)
11. Money.pl, Bony skarbowe - archiwum przetargów dla wybranego okresu <http://www.money.pl/pieniadze/bony/archiwum/> [dostęp: 01.09.2012].
12. Money.pl, Średnie wartości depozytów złotych, <http://www.money.pl/pieniadze/depozyty/srednia/> [dostęp: 01.09.2012].

13. Nowak, M., 2010, Chińskie giełdy papierów wartościowych – CRI
<http://www.goldenline.pl/forum/1530250/chinskie-gieldy-papierow-wartosciowych-cri>
[dostęp 07.03.2010].
14. Nowak, M., 2010, Chińskie giełdy papierów wartościowych – CRI,
<http://www.goldenline.pl/forum/1530250/chinskie-gieldy-papierow-wartosciowych-cri>
[dostęp: 07.03.2010].
15. O'Rourke, P. J., 2009, Adam Smith gets the last laugh, Financial Times, 11.02.2009 r.,
<http://www.ft.com/cms/s/0/2802e3a8-f77c-11dd-81f7-000077b07658.html#axzz1iOqFIqDw> [dostęp: 22.06.2011].
16. Pec, A.M., Studniarek, M., 2011, Kilka uwag o roli zarządu spółki publicznej, Gazeta Finansowa Online <http://gf24.pl/index.php/prawo-i-biznes/5067-kilka-uwag-o-roli-zarzdu-spoki-publicznej.html> [dostęp: 21.07.2011].
17. Przybyła, M., 2009, Zarządzanie w społeczeństwie postindustrialnym, Otwarty Uniwersytet Ekonomiczny,
http://www.wiedzainfo.pl/wyklady/129/zarzadzanie_w_spoleczenstwie_postindustrialnym.html [dostęp 12.05.2009].
18. Główny Urząd Statystyczny http://www.stat.gov.pl/gus/5840_1634_PLK_HTML.htm
[dostęp: 01.09.2012].
19. Sterniczuk, H., 2006, Nadzór, rozwój korporacji i satysfakcja interesariuszy, CEO Magazyn Kadry Zarządzającej, nr 4,
<http://ceo.cxo.pl/artykuly/51529/Nadzor.rozwoj.korporacji.i.satysfakcja.interesariuszy.html> [dostęp: 01.08.2010].
20. Sterniczuk, H., 2007, Władza menedżerów, CEO – Magazyn Kadry Zarządzającej, nr 3,
<http://ceo.cxo.pl/artykuly/54598/Wladza.menedzerow.html> [dostęp: 01.08.2010].
21. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, 2011, Kierunki ochrony konkurencji i konsumentów w sektorze wodociągowo-kanalizacyjnym, Warszawa, www.uokik.pl
[dostęp: 22.11.2011].
22. www.oecd.org [dostęp: 13.09.2010].
23. www.wiedza.info.pl [dostęp: 15.10.2010].

Sprawozdania finansowe

1. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2002, M.P.B., nr 504, poz. 5458.
2. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2002, M.P.B., nr 288, poz. 3105.
3. Sprawozdanie finansowe Aquanet sp. z o.o., 2002, M.P.B., nr 533, poz. 5769.
4. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2002, M.P.B., nr 142, poz. 1513.
5. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2002, M.P.B., nr 732, poz. 7834.
6. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2002, M.P.B., nr 645, poz. 6931.
7. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2002, M.P.B., nr 376, poz. 4051.
8. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2002, M.P.B., nr 451, poz. 4885.
9. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2002, M.P.B., nr 497, poz. 5389.
10. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2002, M.P.B., nr 310, poz. 3347.
11. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2002, M.P.B., nr 342, poz. 3693.
12. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2002, M.P.B., nr 119, poz. 1266.
13. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2002, M.P.B., nr 165, poz. 1754.
14. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2003, M.P.B., nr 5, poz. 53.
15. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2002, M.P.B., nr 87, poz. 931.
16. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2002, M.P.B., nr 166, poz. 1771.
17. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2002, M.P.B., nr 112, poz. 1185.
18. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2002, M.P.B., nr 212, poz. 2275.
19. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2002, M.P.B., nr 165, poz. 1757.
20. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2002, M.P.B., nr 357, poz. 3849.

21. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2002, M.P.B., nr 271, poz. 2918.
22. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2002, M.P.B., nr 93, poz. 1003.
23. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2002, M.P.B., nr 236, poz. 2551.
24. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2002, M.P.B., nr 183, poz. 1959.
25. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2002, M.P.B., nr 647, poz. 6957.
26. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2002, M.P.B., nr 371, poz. 4002.
27. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2002, M.P.B., nr 618, poz. 6651.
28. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2002, M.P.B., nr 149, poz. 1587.
29. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2002, M.P.B., nr 288, poz. 3107.
30. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2003, M.P.B., nr 562, poz. 4532.
31. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2004, M.P.B., nr 63, poz. 412.
32. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2003, M.P.B., nr 457, poz. 3821.
33. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2004, M.P.B., nr 266, poz. 1809.
34. Sprawozdanie finansowe Aquanet sp. z o.o., 2003, M.P.B., nr 829, poz. 6295.
35. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2003, M.P.B., nr 456, poz. 3812.
36. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2003, M.P.B., nr 700, poz. 5446.
37. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2003, M.P.B., nr 742, poz. 5715.
38. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2003, M.P.B., nr 182, poz. 1859.
39. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2003, M.P.B., nr 497, poz. 4094.
40. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2004, M.P.B., nr 196, poz. 1337.
41. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu

- Częstochowskiego, 2003, M.P.B., nr 291, poz. 2638.
42. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2004, M.P.B., nr 38, poz. 245.
 43. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2003, M.P.B., nr 206, poz. 2031.
 44. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2003, M.P.B., nr 206, poz. 2034.
 45. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2003, M.P.B., nr 730, poz. 5642.
 46. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2003, M.P.B., nr 266, poz. 2458.
 47. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2003, M.P.B., nr 682, poz. 5332.
 48. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2003, M.P.B., nr 273, poz. 2513.
 49. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2004, M.P.B., nr 378, poz. 2545.
 50. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2004, M.P.B., nr 85, poz. 555.
 51. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2003, M.P.B., nr 343, poz. 3021.
 52. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2004, M.P.B., nr 222, poz. 1511.
 53. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2003, M.P.B., nr 564, poz. 4549.
 54. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2003, M.P.B., nr 542, poz. 4403.
 55. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2003, M.P.B., nr 206, poz. 2033.
 56. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2004, M.P.B., nr 2, poz. 13.
 57. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2003, M.P.B., nr 835, poz. 6338.
 58. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2003, M.P.B., nr 305, poz. 2745.
 59. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2003, M.P.B., nr 824, poz. 6260.
 60. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2003, M.P.B., nr 218, poz. 2116.
 61. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2003, M.P.B., nr 249, poz. 2348.
 62. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2003,

- M.P.B., nr 215, poz. 2096.
63. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2004, M.P.B., nr 1384, poz. 9822.
 64. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2005, M.P.B., nr 498, poz. 3839.
 65. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2005, M.P.B., nr 313, poz. 2271.
 66. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2005, M.P.B., nr 686, poz. 5660.
 67. Sprawozdanie finansowe Aquanet sp. z o.o., 2005, M.P.B., nr 142, poz. 1026.
 68. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2004, M.P.B., nr 1293, poz. 9162.
 69. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2005, M.P.B., nr 441, poz. 3344.
 70. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2004, M.P.B., nr 1360, poz. 9638.
 71. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2004, M.P.B., nr 1120, poz. 7915.
 72. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2004, M.P.B., nr 916, poz. 6402.
 73. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2005, M.P.B., nr 141, poz. 1021.
 74. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2004, M.P.B., nr 982, poz. 6891.
 75. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2004, M.P.B., nr 1205, poz. 8528.
 76. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2004, M.P.B., nr 762, poz. 5257.
 77. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2004, M.P.B., nr 756, poz. 5251.
 78. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2004, M.P.B., nr 746, poz. 5140.
 79. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2004, M.P.B., nr 704, poz. 4833.
 80. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2004, M.P.B., nr 1128, poz. 7979.
 81. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2004, M.P.B., nr 676, poz. 4611.
 82. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2005, M.P.B., nr 97, poz. 710.
 83. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej,

- 2004, M.P.B., nr 1360, poz. 9641.
84. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2004, M.P.B., nr 946, poz. 6623.
 85. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2005, M.P.B., nr 293, poz. 2116.
 86. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2004, M.P.B., nr 1086, poz. 7662.
 87. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2004, M.P.B., nr 1028, poz. 7237.
 88. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2005, M.P.B., nr 274, poz. 1985.
 89. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2004, M.P.B., nr 837, poz. 5814.
 90. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2005, M.P.B., nr 867, poz. 6998.
 91. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2005, M.P.B., nr 144, poz. 1039.
 92. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2004, M.P.B., nr 812, poz. 5622.
 93. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2005, M.P.B., nr 178, poz. 1293.
 94. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2004, M.P.B., nr 753, poz. 5192.
 95. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2004, M.P.B., nr 900, poz. 6290.
 96. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2004, M.P.B., nr 1330, poz. 9424.
 97. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2005, M.P.B., nr 1872, poz. 13034.
 98. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2006, M.P.B., nr 55, poz. 322.
 99. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2005, M.P.B., nr 1620, poz. 11539.
 100. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2005, M.P.B., nr 1889, poz. 13128.
 101. Sprawozdanie finansowe Aquanet sp. z o.o., 2006, M.P.B., nr 335, poz. 1973.
 102. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2005, M.P.B., nr 1395, poz. 10167.
 103. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2006, M.P.B.,

- nr 73, poz. 435.
104. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2005, M.P.B., nr 1506, poz. 10843.
 105. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2005, M.P.B., nr 1023, poz. 7947.
 106. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2005, M.P.B., nr 1271, poz. 9412.
 107. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2005, M.P.B., nr 1459, poz. 10565.
 108. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2005, M.P.B., nr 10307, poz. 9630.
 109. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2005, M.P.B., nr 1166, poz. 8785.
 110. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2005, M.P.B., nr 891, poz. 7152.
 111. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2005, M.P.B., nr 1381, poz. 10080.
 112. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2005, M.P.B., nr 1187, poz. 8912.
 113. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2005, M.P.B., nr 1171, poz. 8819.
 114. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2005, M.P.B., nr 963, poz. 7596.
 115. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2006, M.P.B., nr 259, poz. 1548.
 116. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2005, M.P.B., nr 871, poz. 7023.
 117. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2005, M.P.B., nr 1481, poz. 10691.
 118. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2005, M.P.B., nr 1557, poz. 11147.
 119. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2005, M.P.B., nr 1265, poz. 9371.
 120. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2006, M.P.B., nr 64, poz. 382.
 121. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2005, M.P.B., nr 1658, poz. 11767.
 122. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2006, M.P.B., nr 39, poz. 216.
 123. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2005, M.P.B., nr 1040, poz. 8056.

124. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2005, M.P.B., nr 1753, poz. 12320.
125. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2005, M.P.B., nr 1099, poz. 8383.
126. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2005, M.P.B., nr 1564, poz. 1195.
127. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2005, M.P.B., nr 1639, poz. 11649.
128. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2005, M.P.B., nr 1769, poz. 12412.
129. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2005, M.P.B., nr 1608, poz. 11466.
130. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2005, M.P.B., nr .
131. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2005, M.P.B., nr 1002, poz. 7821.
132. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2005, M.P.B., nr 1212, poz. 9061.
133. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2005, M.P.B., nr 1671, poz. 11845.
134. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2007, M.P.B., nr 334, poz. 1930.
135. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2007, M.P.B., nr 887, poz. 5099.
136. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2006, M.P.B., nr 1149, poz. 6510.
137. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2006, M.P.B., nr 1375, poz. 7805.
138. Sprawozdanie finansowe Aquanet S.A., 2007, M.P.B., nr 260, poz. 1501.
139. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2007, M.P.B., nr 276, poz. 1586.
140. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2006, M.P.B., nr 1270, poz. 7216.
141. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2006, M.P.B., nr 1208, poz. 6850.
142. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2006, M.P.B., nr 1487, poz. 8454.
143. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach,

- 2006, M.P.B., nr 510, poz. 2936.
144. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2007, M.P.B., nr 124, poz. 715.
 145. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2007, M.P.B., nr 190, poz. 1092.
 146. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2006, M.P.B., nr 1084, poz. 6132.
 147. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2006, M.P.B., nr 1211, poz. 6868.
 148. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2007, M.P.B., nr 159, poz. 920.
 149. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2007, M.P.B., nr 125, poz. 725.
 150. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2006, M.P.B., nr 1126, poz. 6373.
 151. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2006, M.P.B., nr 1448, poz. 8225.
 152. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2006, M.P.B., nr 1041, poz. 8927.
 153. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2006, M.P.B., nr 1365, poz. 7748.
 154. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2006, M.P.B., nr 733, poz. 4252.
 155. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2007, M.P.B., nr 699, poz. 4022.
 156. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2006, M.P.B., nr 1121, poz. 6339.
 157. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2006, M.P.B., nr 1168, poz. 6622.
 158. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2006, M.P.B., nr 1397, poz. 7934.
 159. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2007, M.P.B., nr 737, poz. 4236.
 160. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2006, M.P.B., nr 1246, poz. 769.
 161. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2006, M.P.B., nr 1296, poz. 7365.
 162. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2006, M.P.B., nr 845, poz. 4848.
 163. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2007, M.P.B., nr 450, poz. 2595.

164. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2006, M.P.B., nr 915, poz. 5252.
165. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2006, M.P.B., nr 1488, poz. 8461.
166. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2007, M.P.B., nr 774, poz. 4448.
167. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2006, M.P.B., nr 997, poz. 5676.
168. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2007, M.P.B., nr 1193, poz. 6894.
169. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2007, M.P.B., nr 136, poz. 786.
170. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2007, M.P.B., nr 325, poz. 1876.
171. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2006, M.P.B., nr 893, poz. 5121.
172. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2006, M.P.B., nr 1018, poz. 5796.
173. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2006, M.P.B., nr 1100, poz. 6224.
174. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2007, M.P.B., nr 1857, poz. 10690.
175. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2007, M.P.B., nr 2260, poz. 13017.
176. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2007, M.P.B., nr 2224, poz. 12810.
177. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2007, M.P.B., nr 1902, poz. 10952.
178. Sprawozdanie finansowe Aquanet S.A., 2008, M.P.B., nr 39, poz. 228.
179. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2007, M.P.B., nr 1889, poz. 10881.
180. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2007, M.P.B., nr 2085, poz. 12000.
181. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2008, M.P.B., nr 262, poz. 1530.
182. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2007, M.P.B., nr 2258, poz. 13008.
183. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach,

- 2006, M.P.B., nr 455, poz. 2659.
184. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2007, M.P.B., nr 1619, poz. 9328.
 185. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2007, M.P.B., nr 1924, poz. 11081.
 186. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2007, M.P.B., nr 1796, poz. 10330.
 187. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2007, M.P.B., nr 1601, poz. 9216.
 188. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2007, M.P.B., nr 1347, poz. 7790.
 189. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2007, M.P.B., nr 1598, poz. 9202.
 190. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2007, M.P.B., nr 1346, poz. 7782.
 191. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2007, M.P.B., nr 1918, poz. 11047.
 192. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2007, M.P.B., nr 1138, poz. 6572.
 193. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2007, M.P.B., nr 1940, poz. 11173.
 194. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2007, M.P.B., nr 1056, poz. 6079.
 195. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2007, M.P.B., nr 1489, poz. 8615.
 196. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2007, M.P.B., nr 1511, poz. 8741.
 197. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2007, M.P.B., nr 1636, poz. 9431.
 198. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2007, M.P.B., nr 1732, poz. 9978.
 199. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2007, M.P.B., nr 2211, poz. 12734.
 200. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2007, M.P.B., nr 1419, poz. 8211.
 201. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2007, M.P.B., nr 1101, poz. 6353.
 202. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2007, M.P.B., nr 1486, poz. 8596.
 203. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2008, M.P.B., nr 132, poz. 775.

204. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2007, M.P.B., nr 1224, poz. 7072.
205. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2007, M.P.B., nr 2166, poz. 12475.
206. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2008, M.P.B., nr 163, poz. 961.
207. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2007, M.P.B., nr 1807, poz. 10401.
208. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2007, M.P.B., nr 2164, poz. 12464.
209. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2007, M.P.B., nr 1950, poz. 11234.
210. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2007, M.P.B., nr 2173, poz. 12520.
211. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2007, M.P.B., nr 1298, poz. 7491.
212. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2007, M.P.B., nr 1300, poz. 7505.
213. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2007, M.P.B., nr 1444, poz. 8368.
214. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2008, M.P.B., nr 1059, poz. 6161.
215. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2008, M.P.B., nr 1928, poz. 10923.
216. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2008, M.P.B., nr 1953, poz. 11071.
217. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2008, M.P.B., nr 1531, poz. 8700.
218. Sprawozdanie finansowe Aquanet S.A., 2009, M.P.B., nr 949, poz. 5450.
219. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2008, M.P.B., nr 1295, poz. 7448.
220. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2008, M.P.B., nr 99, poz. 546.
221. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2008, M.P.B., nr 2056, poz. 11657.
222. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2008, M.P.B., nr 1997, poz. 11316.
223. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach,

- 2007, M.P.B., nr 139, poz. 779.
224. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2008, M.P.B., nr 2081, poz. 11803.
225. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2008, M.P.B., nr 1785, poz. 10131.
226. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2008, M.P.B., nr 1708, poz. 9699.
227. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2008, M.P.B., nr 1645, poz. 9360.
228. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2008, M.P.B., nr 1190, poz. 6871.
229. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2008, M.P.B., nr 2048, poz. 11616.
230. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2008, M.P.B., nr 1537, poz. 8729.
231. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2008, M.P.B., nr 1516, poz. 8612.
232. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2008, M.P.B., nr 1108, poz. 6416.
233. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2008, M.P.B., nr 1871, poz. 10594.
234. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2008, M.P.B., nr 1558, poz. 8835.
235. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2008, M.P.B., nr 1680, poz. 9561.
236. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2008, M.P.B., nr 1591, poz. 9037.
237. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2008, M.P.B., nr 1629, poz. 9267.
238. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2008, M.P.B., nr 1967, poz. 11151.
239. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2008, M.P.B., nr 1336, poz. 7651.
240. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2008, M.P.B., nr 1977, poz. 11203.
241. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2008, M.P.B., nr 1967, poz. 11152.
242. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2008, M.P.B., nr 1063, poz. 6184.
243. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2009, M.P.B., nr 218, poz. 1240.

244. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2008, M.P.B., nr 977, poz. 5715.
245. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2008, M.P.B., nr 2079, poz. 11794.
246. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2008, M.P.B., nr 1907, poz. 10801.
247. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2008, M.P.B., nr 1663, poz. 9466.
248. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2009, M.P.B., nr 209, poz. 1186.
249. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2009, M.P.B., nr 81, poz. 463.
250. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2008, M.P.B., nr 1922, poz. 10884.
251. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2008, M.P.B., nr 935, poz. 5474.
252. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2008, M.P.B., nr 1122, poz. 6497.
253. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2008, M.P.B., nr 1508, poz. 8563.
254. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2009, M.P.B., nr 1347, poz. 7671.
255. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2009, M.P.B., nr 2605, poz. 14520.
256. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2009, M.P.B., nr 2644, poz. 14740.
257. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2009, M.P.B., nr 1879, poz. 10487.
258. Sprawozdanie finansowe Aquanet S.A., 2009, M.P.B., nr 1877, poz. 10474.
259. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2009, M.P.B., nr 1339, poz. 7626.
260. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2009, M.P.B., nr 2013, poz. 11255.
261. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2009, M.P.B., nr 1848, poz. 10302.
262. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2009, M.P.B., nr 2219, poz. 12345.
263. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach,

- 2008, M.P.B., nr 2366, poz. 13202.
264. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2009, M.P.B., nr 1210, poz. 6916.
265. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2009, M.P.B., nr 2271, poz. 12639.
266. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2009, M.P.B., nr 1395, poz. 7766.
267. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2009, M.P.B., nr 1692, poz. 9537.
268. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2009, M.P.B., nr 1417, poz. 8037.
269. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2009, M.P.B., nr 1732, poz. 9730.
270. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2009, M.P.B., nr 2337, poz. 13031.
271. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2009, M.P.B., nr 1849, poz. 10308.
272. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2009, M.P.B., nr 1306, poz. 7430.
273. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2009, M.P.B., nr 12543, poz. 14168.
274. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2009, M.P.B., nr 951, poz. 5462.
275. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2009, M.P.B., nr 2193, poz. 12209.
276. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2009, M.P.B., nr 1576, poz. 8922.
277. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2009, M.P.B., nr 1687, poz. 9520.
278. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2009, M.P.B., nr 1783, poz. 9962.
279. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2009, M.P.B., nr 1552, poz. 8782.
280. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2010, M.P.B., nr 288, poz. 1620.
281. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2009, M.P.B., nr 2545, poz. 14179.
282. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2009, M.P.B., nr 1328, poz. 7560.
283. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2009, M.P.B., nr 2111, poz. 11770.

284. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2009, M.P.B., nr 1119, poz. 6419.
285. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2009, M.P.B., nr 1692, poz. 9540.
286. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2009, M.P.B., nr 2461, poz. 13709.
287. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2009, M.P.B., nr 1698, poz. 9575.
288. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2009, M.P.B., nr 2206, poz. 12281.
289. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2009, M.P.B., nr 1985, poz. 11093.
290. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2009, M.P.B., nr 2336, poz. 13021.
291. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2009, M.P.B., nr 1096, poz. 6285.
292. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2009, M.P.B., nr 1239, poz. 7092.
293. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2009, M.P.B., nr 1539, poz. 8706.
294. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2010, M.P.B., nr 1818, poz. 9856.
295. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2011, M.P.B., nr 4, poz. 19.
296. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2010, M.P.B., nr 2374, poz. 12845.
297. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2011, M.P.B., nr 217, poz. 1204.
298. Sprawozdanie finansowe Aquanet S.A., 2010, M.P.B., nr 1722, poz. 9365.
299. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2010, M.P.B., nr 1024, poz. 5658.
300. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2010, M.P.B., nr 22, poz. 119.
301. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2010, M.P.B., nr 1402, poz. 7728.
302. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2010, M.P.B., nr 1848, poz. 10011.
303. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach,

- 2009, M.P.B., nr 2484, poz. 13472.
304. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2010, M.P.B., nr 1285, poz. 7097.
305. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2010, M.P.B., nr 1927, poz. 10355.
306. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2010, M.P.B., nr 1853, poz. 10038.
307. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2010, M.P.B., nr 1427, poz. 7871.
308. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2010, M.P.B., nr 1552, poz. 8511.
309. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2010, M.P.B., nr 1832, poz. 9918.
310. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2010, M.P.B., nr 1587, poz. 8668.
311. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2010, M.P.B., nr 1511, poz. 8314.
312. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2010, M.P.B., nr 1304, poz. 7205.
313. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2010, M.P.B., nr 1710, poz. 9296.
314. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2010, M.P.B., nr 845, poz. 4644.
315. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2010, M.P.B., nr 2381, poz. 12890.
316. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2010, M.P.B., nr 1711, poz. 9303.
317. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2010, M.P.B., nr 1134, poz. 6273.
318. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2011, M.P.B., nr 72, poz. 405.
319. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2011, M.P.B., nr 124, poz. 817.
320. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2010, M.P.B., nr 2372, poz. 12836.
321. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2010, M.P.B., nr 2235, poz. 12043.
322. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2010, M.P.B., nr 1248, poz. 6919.
323. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2010, M.P.B., nr 2516, poz. 13650.

324. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2010, M.P.B., nr 1090, poz. 6208.
325. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2010, M.P.B., nr 2271, poz. 12248.
326. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2010, M.P.B., nr 1349, poz. 7436.
327. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2010, M.P.B., nr 2252, poz. 12137.
328. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2010, M.P.B., nr 2421, poz. 1311.
329. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2010, M.P.B., nr 2110, poz. 11345.
330. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2010, M.P.B., nr 2533, poz. 13745.
331. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2010, M.P.B., nr .
332. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2010, M.P.B., nr 1071, poz. 5916.
333. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2010, M.P.B., nr 1465, poz. 6088.
334. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2011, M.P.B., nr 2313, poz. 12742.
335. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2011, M.P.B., nr 2444, poz. 13477.
336. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2011, M.P.B., nr 1733, poz. 9513.
337. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2011, M.P.B., nr 2203, poz. 12117.
338. Sprawozdanie finansowe Aquanet S.A., 2012, M.P.B., nr 284, poz. 1556.
339. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2011, M.P.B., nr 1090, poz. 6148.
340. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2012, M.P.B., nr 183, poz. 977.
341. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2011, M.P.B., nr 1597, poz. 8790.
342. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2011, M.P.B., nr 1375, poz. 7630.
343. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach,

- 2011, M.P.B., nr 1647, poz. 9079.
344. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2011, M.P.B., nr 1626, poz. 8958.
345. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2011, M.P.B., nr 1913, poz. 10507.
346. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2011, M.P.B., nr 1528, poz. 8409.
347. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2011, M.P.B., nr 1740, poz. 9559.
348. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2011, M.P.B., nr 1406, poz. 7801.
349. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2011, M.P.B., nr 1360, poz. 7545.
350. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2011, M.P.B., nr 1404, poz. 7791.
351. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2011, M.P.B., nr 1400, poz. 7768.
352. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2011, M.P.B., nr 1720, poz. 9439.
353. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2011, M.P.B., nr 1531, poz. 8426.
354. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2011, M.P.B., nr 974, poz. 5483.
355. Sprawozdanie finansowe AQUA w Bielsku-Białej, 2012, , M.P.B., nr 28, poz. 159.
356. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2011, M.P.B., nr 1683, poz. 9273.
357. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2011, M.P.B., nr 1242, poz. 6937.
358. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2011, M.P.B., nr 1743, poz. 9573.
359. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2011, M.P.B., nr 2331, poz. 12844.
360. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2012, M.P.B., nr 821.
361. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2012, M.P.B., nr 16, poz. 89.
362. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2011, M.P.B., nr 1301, poz. 7245.
363. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2011, M.P.B., nr 1984, poz. 10862.

364. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2011, M.P.B., nr 1522, poz. 8373.
365. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2011, M.P.B., nr 2199, poz. 12092.
366. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2012, M.P.B., nr 34, poz.187..
367. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2011, M.P.B., nr 1450, poz. 8051.
368. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2011, M.P.B., nr 2237, poz. 12303.
369. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2011, M.P.B., nr 1938, poz. 10596.
370. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2011, M.P.B., nr 1602, poz. 8823.
371. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2011, M.P.B., nr 1087, poz. 6129.
372. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2011, M.P.B., nr 1289, poz. 7176.
373. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2011, M.P.B., nr 11842, poz. 10093.
374. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie, 2012, M.P.B., nr 572, poz. 14171.
375. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie, 2012, M.P.B., nr 984, poz. 10988.
376. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi, 2012, M.P.B., nr 942, poz. 16719.
377. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu, 2012, M.P.B., nr 1549, poz. 8572.
378. Sprawozdanie finansowe Aquanet sp. z o.o. / Aquanet S.A., 2012, M.P.B., nr 1430, poz. 7913.
379. Sprawozdanie finansowe SAUR Neptun Gdańsk, 2012, M.P.B., nr 1554, poz. 8598.
380. Sprawozdanie finansowe Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie, 2012, M.P.B., nr 231, poz. 12326.
381. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, 2012, M.P.B., nr 620, poz. 14433.
382. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie, 2012, M.P.B., nr 370, poz. 13097.

383. Sprawozdanie finansowe Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach, 2012, M.P.B., nr 165, poz. 11973.
384. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Białostockie, 2012, M.P.B., nr 1661, poz. 9185.
385. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni, 2012, M.P.B., nr 282, poz. 12589.
386. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego, 2012, M.P.B., nr 1585, poz. 8765.
387. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Miejskie w Radomiu, 2012, M.P.B., nr 900, poz. 10507.
388. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu, 2012, M.P.B., nr 023, poz. 11172.
389. Sprawozdanie finansowe Toruńskie Wodociągi, 2012, M.P.B., nr 1622, poz. 8966.
390. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Kieleckie, 2012, M.P.B., nr 1804, poz. 9975.
391. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach, 2012, M.P.B., nr 191, poz. 12118.
392. Sprawozdanie finansowe Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2012, M.P.B., nr 571, poz. 14162.
393. Sprawozdanie finansowe Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne, 2012, M.P.B., nr 1771, poz. 9790.
394. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie, 2012, M.P.B., nr 1153, poz. 6326.
395. Sprawozdanie finansowe AQUA (dane fragmentaryczne, zagregowanie, bez not, podmiot wykluczony z próby), 2012, M.P.B., nr 046, poz. 11313.
396. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie, 2012, M.P.B., nr 1735, poz. 9584.
397. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej, 2012, M.P.B., nr 442, poz. 13451.
398. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku, 2012, M.P.B., nr 922, poz. 10630.
399. Sprawozdanie finansowe Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach, 2012, M.P.B., nr 901, poz. 10514.
400. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej, 2012, M.P.B., nr 945, poz. 16200.
401. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW, 2012, M.P.B., nr 233, poz. 12340.
402. Sprawozdanie finansowe Wodociągi Płockie, 2012, M.P.B., nr 1622, poz. 8963.

403. Sprawozdanie finansowe Wodociągi i Kanalizacja w Opolu, 2012, M.P.B., nr 059, poz. 11388.
404. Sprawozdanie finansowe Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2012, M.P.B., nr 1589, poz. 8784.
405. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp., 2012, M.P.B., nr 074, poz. 11471.
406. Sprawozdanie finansowe Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2012, M.P.B., nr 626, poz. 14469.
407. Sprawozdanie finansowe Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku, 2012, M.P.B., nr 1637, poz. 9050.
408. Sprawozdanie finansowe Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja, 2012, M.P.B., nr 873, poz. 15786.
409. Sprawozdanie finansowe Tarnowskie Wodociągi, 2012, M.P.B., nr 121, poz. 11742.
410. Sprawozdanie finansowe Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, 2012, M.P.B., nr 846, poz. 10205.
411. Sprawozdanie finansowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu, 2012, M.P.B., nr 871, poz. 10345.
412. Sprawozdanie finansowe Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie, 2012, M.P.B., nr 1484, poz. 8212.
413. Sprawozdanie finansowe Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji, 2012, M.P.B., nr 904, poz. 10531.

Inne

1. Biuletyn Rachunkowości i Finansów 2007, nr 24.
2. Doktor, K., 1999, *Organy władzy korporacji – więzka ról czy zespolona grupa interesu?*, materiał powielany.
3. GUS, 2002, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2001*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
4. GUS, 2003, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2002*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
5. GUS, 2004, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2003*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
6. GUS, 2005, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2004*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
7. GUS, 2006, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2005*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
8. GUS, 2007, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2006*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
9. GUS, 2008, *Raport „Ochrona środowiska 2008”*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
10. GUS, 2008, *Raport „Powierzchnia i ludność w przekroju terytorialnym”*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
11. GUS, 2008, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2007*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
12. GUS, 2009, *Raport „Ochrona środowiska 2009”*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
13. GUS, 2009, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2008*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
14. GUS, 2010, *Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2009 r.*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
15. GUS, 2010, *Raport „Ochrona środowiska 2010”*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
16. GUS, 2010, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2009*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
17. GUS, 2011, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2010*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
18. GUS, 2012, *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej - Rok 2011*, Zakład

- Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
19. GUS, 2011, *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2011 r.*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
 20. Jerzemowska, M., Jerzemowski, J., 2001, *Nadzór korporacyjny (corporate governance) i jego powiązania z analizą ekonomiczną*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Warszawa 2001, Tom 3., s. 3-12.
 21. Łach, K., Molo, M., Rutkowska, J., 2007, *Analiza sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw państwowych, jednoosobowych spółek Skarbu Państwa i spółek z większościami udziałem Skarbu Państwa w 2005 roku*, (Raport z badań zamówionych i sfinansowanych przez Ministerstwo Skarbu Państwa), Warszawa.
 22. Łach, K., Rutkowska, J., 2008, *Raport o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek nadzorowanych przez Ministra skarbu Państwa, z co najmniej 25% udziałem Skarbu państwa w Kapitale zakładowym w 2006 roku*, (Raport z badań zamówionych i sfinansowanych przez Ministerstwo Skarbu Państwa), Warszawa.
 23. Ministerstwo Skarbu Państwa, 2005, *Wytyczne OECD dotyczące nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych*, Warszawa.
 24. Ministerstwo Skarbu Państwa, 2005, *Zasady nadzoru właścicielskiego nad spółkami z udziałem SP oraz innymi państwowymi osobami prawnymi*, Departament Analiz i Prognoz, Warszawa.
 25. Ministerstwo Skarbu Państwa, 2009, *Wytyczne Ministerstwa Skarbu Państwa dla jednoosobowych spółek Skarbu Państwa*, Warszawa.
 26. Ministerstwo Skarbu Państwa, *Wytyczne dla JSSP i spółek z większościami udziałem SP sporządzających sprawozdanie finansowe - za rok 2006 (zatwierdzone 27.11.2006 r.), za rok 2007 (zatwierdzone 21.09.2007 r.)*, materiały powielane.
 27. Solarz, J. K., 1996, *Koncepcja rozwoju systemów bankowych*, „Materiały i Studia”, NBP Departament Analiz i Badań, nr 61, Warszawa.
 28. UNTAD/ITE/2003/3, *Selected Issues in Corporate Governance*, Regional and Country Experiences, NY Geneva 2003.
 29. Van den Berghe, L., 2011, tłum. M. Kępska, *Wskazówki i zasady łady korporacyjnego zalecane dla spółek nienotowanych działających w Europie – Inicjatywa ecoDa*, Bruksela 2010, Przegląd Corporate Governance, nr 1.
 30. *Wyzwania inwestycyjne głównych miast Polski – perspektywa 2035*, Raport PwC, marzec 2012, s. 4.

Spis tabel

1. Podstawowe typologie corporate governance	22
2. Klasyfikacja systemów corporate governance	23
3. Cechy alternatywnych modeli zarządzania spółką	51
4. Różnice narodowe warunkujące struktury i strategie korporacji	58
5. Różnica między koncepcją stakeholders a shareholders	79
6. Porównanie perspektyw wartości dla akcjonariuszy i wartości dla interesariuszy	80
7. Przebieg procesów przekształceń własnościowych w okresie 2000-2008	94
8. Przekształcenia podstawowych form prowadzenia działalności w sektorze komunalnym w 2011 r.	114
9. Wybrane determinanty sprawowania nadzoru korporacyjnego w sektorze prywatnym i komunalnym w świetle teorii agencji.	117
10. Teorie przedsiębiorstwa	135
11. Ewolucja typów własności przedsiębiorstw i jej uwarunkowania	137
12. Kategoria wartości w ustawie o rachunkowości	138
13. Kategorie wartości	139
14. Porównanie koncepcji wartości przedsiębiorstwa	143
15. Koncepcje i rodzaje wartości przedsiębiorstwa	156
16. Prowartościowa ewolucja zarządzania przedsiębiorstwem	157
17. Definicje zarządzania wartością w literaturze zagranicznej	164
18. Definicje zarządzania wartością w literaturze polskiej	164
19. Definicje zarządzania wartością w praktyce światowych firm doradczych	165
20. Składniki systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa	167
21. Ewolucja mierników efektywności i paradygmatów wartości przedsiębiorstwa	168
22. Porównanie wybranych wskaźników oceny wartości przedsiębiorstwa	169
23. Podmioty gospodarcze zarejestrowane w rejestrze REGON działające w Polsce w latach 2000-2011	181
24. Ilość zarejestrowanych spółek w rejestrze REGON w Polsce w latach 2000-2011 według form prawnych	182
25. Wielkość aktywów (pasywów) podmiotów gospodarczych w 2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]	183
26. Przedsiębiorcy zarejestrowanie w roku 2011 w systemie REGON w dziale poboru, uzdatnienia i dostarczania wody	192
27. Przedsiębiorcy zarejestrowanie w roku 2011 w systemie REGON w dziale odprowadzanie i oczyszczanie ścieków	192
28. Podmioty gospodarcze podlegające badaniu według stanu na dzień 31.12.2011 r.	195

29. Przedsiębiorstwa branży wodnokanalizacyjnej o charakterze globalnym	197
30. Zestawienie form prawnych spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających na terenie miast powyżej 100 tys. mieszkańców	198
31. Zagregowana wielkość zysku/straty z działalności operacyjnej (EBIT) spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł].....	200
32. Wartość aktywów spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców [zł]	205
33. Wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców [zł]	208
34. Oszacowana wartość metodą aktywów netto spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001- 2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców [zł].....	211
35. Średnia wysokość WIBID latach 2002-2011	214
36. Zmiany wartości określonej metodą aktywów netto spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2002-2011 działających w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców oraz wielkości WIBID (%).....	215
37. Szereg rozdzielnicy dla zmian wartości MAN	217
38. Średnia inflacja latach 2001-2011	219
39. Średnia rentowność bonów skarbowych w latach 2001-2011	220
40. Średnia wysokość WIBOR latach 2001-2011	221
41. Algorytm obliczeniowy EVA [®]	222
42. Wielkość EVA [®] w latach 2002-2011	224
43. Wartości współczynnika EVA [®] w latach 2002-2011	226
44. Właściciele spółek wchodzących w skład badanej próby.....	231
45. Zestawienie współczynnika korelacji i dopasowania zmiennych objaśniających.....	235
46. Zestawienie współczynnika korelacji i dopasowania zmiennych objaśniających.....	240
47. Tabela rotacji /zmian personalnych w organach spółek w latach 2001-2011 r.....	244

Spis wykresów

1. Udział podmiotów gospodarczych według form prawnych w aktywach ogółem w Polsce w 2011 r.....	183
2. Wielkość i struktura aktywów podmiotów w 2011 r. według form prawnych [mln zł]	184
3. Wielkość i struktura pasywów podmiotów w 2011 r. według form prawnych [mln zł]	184
4. Zagregowana wielkość aktywów analizowanych spółek w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł]	198
5. Zagregowana wielkość kapitałów własnych analizowanych spółek w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł].....	199
6. Zagregowana wielkość przychodów analizowanych spółek w latach 2001-2011 z podziałem na formy prawne [mln zł].....	199
7. Zagregowana wielkość osiąganego zysku netto spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011 [mln zł]	200
8. Wskaźniki ROS, ROA, ROE spółek wodnokanalizacyjnych w latach 2001-2011	201
9. Rozkład ilościowy podmiotów w klasach zmiany [MAN]	217
10. Spółki generujące w latach 2002-2011 dodatnią wielkość EVA [®] [mln] – wielkość średnia	228
11. Spółki generujące w latach 2002-2011 dodatnią wielkość współczynnika EVA [®] [%] – wielkość średnia	229

Spis schematów

1. Klasyfikacja systemów corporate governance według wpływu mechanizmów zewnętrznych i wewnętrznych.....	23
2. Modele wewnętrznego corporate governance.....	24
3. Schemat amerykańskiego podsystemu Corporate Governance.....	28
4. Brytyjski podsystem Corporate Governance	32
5. Łaciński (francuski) podsystem Corporate Governance.....	38
6. Struktura zaibatsu a keiretsu	40
7. Japoński podsystem Corporate Governance	41
8. Niemiecki podsystem Corporate Governance.....	46
9. Macierz pozycji władczej rady nadzorczej i zarządu	47
10. Modele konceptualne rad nadzorczych.....	47
11. Porównanie zadań board of directors i rady nadzorczej	52
12. Modele nadzoru korporacyjnego w aspekcie mechanizmu nadzoru, typu nadzoru, celu spółki, rozwiązań instytucjonalno-prawnych.....	53
13. Relacje w ramach nadzoru nad przedsiębiorstwem.....	68
14. Relacje pomiędzy pojęciami nadzoru właścicielskiego a korporacyjnego	69
15. Interpretacja władania spółką i przedsiębiorstwem	74
16. Modelowy obszar nadzoru korporacyjnego	75
17. Typologia teorii nadzoru właścicielskiego	76
18. Orientacja organów nadzoru w koncepcjach stakeholders i shareholders	79
19. Środowisko, zewnętrzni i wewnętrzni interesariusze organizacji	82
20. Kostka dychotomicznych teorii, orientacji i modeli nadzoru korporacyjnego.....	91
21. Rodzaje systemów nadzoru ze względu na udział mechanizmów zewnętrznych i wewnętrznych.....	93
22. Modelowe rodzaje rad nadzorczych	109
23. Zadania rady nadzorczej	110
24. Schemat obszarów kontroli rady nadzorczej w zakresie wyniku finansowego.....	111
25. Wielkość spółki a funkcje rady nadzorczej	113
26. Formy organizacyjno-prawne podmiotów działających w sferze usług komunalnych	116
27. Układu mechanizmów i instytucji nadzorczych w strukturze organizacji i zarządzania spółki kapitałowej sektora przedsiębiorstw komunalnych z udziałem J.S.T.....	121
28. Schemat relacji kontraktów.....	133
29. Powiązanie teorii przedsiębiorstwa i teorii nadzoru korporacyjnego	134
30. Istota wartości przedsiębiorstwa.....	140
31. Wartość bilansowa i rynkowa przedsiębiorstwa oraz wartość dla właścicieli/akcjonariuszy	

.....	144
32. Klasyfikacja metod wyceny majątku oraz wartości przedsiębiorstwa.....	146
33. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw.....	147
34. Metody wyceny przedsiębiorstw zorientowane na rzeczy, zorientowane na przychód i zorientowane na rynek.....	148
35. Wartość dla akcjonariuszy a nadzór korporacyjny.....	159
36. Pięć zasadniczych procesów budowania wartości dla właściciela.....	159
37. Zależność pomiędzy poszczególnymi grupami wskaźników wartości.....	160
38. Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa i jej uwarunkowania.....	162
39. System celów zarządzania wartością.....	165
40. Konceptyjne ujęcie systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa.....	166
41. System zarządzania wartością przedsiębiorstwa.....	167
42. Zależności przyczynowo-skutkowe w analizie rosnącej wartości.....	170
43. Powiązanie operacyjnych przepływów pieniężnych oraz założeń koncepcji łańcucha wartości M. Portera.....	171
44. Nośniki wartości jako czynniki tworzenia wartości spółki i kluczowe mierniki efektywności gospodarowania.....	178
45. Ścieżki zwiększenia EVA [®]	179
46. Składniki wartości parametru EVA [®]	180
47. Kalkulacja skorygowanego kapitału zainwestowanego.....	221

Załącznik

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Warszawie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	632 752 235,45	628 639 762,41	628 176 526,85	613 401 981,05	642 745 859,69	685 441 237,39	797 480 896,17	902 920 094,34	902 815 303,42	1 019 295 915,16
Koszt działalności operacyjnej	1 009 179 464,67	582 276 291,84	621 398 016,50	682 834 174,33	609 336 230,63	675 165 326,37	714 528 662,48	799 368 031,32	851 658 483,15	879 715 033,51
Wynik (działalności operacyjnej)	-376 427 229,22	46 363 470,57	6 778 510,35	-69 432 193,28	33 409 629,06	10 275 911,02	82 952 233,69	103 552 063,02	51 156 820,27	139 580 881,65
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-105 399 624,18	12 518 137,05	1 287 916,97	-13 192 116,72	6 347 829,52	1 952 423,09	15 760 924,40	19 674 891,97	9 719 795,85	26 520 367,51
Wynik na działalności netto	-271 027 605,04	33 845 333,52	5 490 593,38	-56 240 076,56	27 061 799,54	8 323 487,93	67 191 309,29	83 877 171,05	41 437 024,42	113 060 514,14
Amortyzacja bilansowa	136 575 682,24	136 905 740,56	143 081 208,41	145 130 210,86	164 027 829,58	177 729 706,28	188 403 624,04	188 685 956,38	189 138 095,18	206 844 479,18
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-283 838 311,40	-143 113 686,83	-91 428 587,35	-128 568 390,06	-83 516 814,26	-17 441 183,22	-62 760 817,27	-182 102 720,84	-140 304 880,97	-159 081 865,49
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	87 320 549,36	-10 209 360,24	252 656 597,39	-48 440 933,65	458 988 761,58	688 537 974,79	-169 226 022,68	743 995 235,83	-208 503 589,34	-30 714 810,85
Nakłady inwestycyjne brutto	96 087 037,63	73 287 892,97	272 587 360,86	305 402 597,12	624 499 555,02	247 686 242,47	457 960 373,62	896 710 016,65	1 864 278 292,48	735 152 655,62
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-427 056 722,47	-55 859 865,96	37 212 450,97	-393 521 786,53	-57 937 978,58	609 463 743,31	-434 352 280,24	-62 254 374,23	-1 982 511 643,19	-605 044 338,64
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	1 782 216 210,89	1 878 371 849,41	1 912 066 812,48	2 310 046 208,82	2 071 413 956,73	2 059 902 409,34	2 387 433 777,39	2 634 909 909,05	2 879 953 290,52	3 162 359 762,19
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	26 182 050,00	27 487 009,00	21 943 810,48	14 232 403,50	6 307 813,85	11 126 987,04	31 085 367,07	434 154 921,61	1 161 312 235,75	1 163 061 787,15
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	1 808 398 260,89	1 905 858 858,41	1 934 010 622,96	2 324 278 612,32	2 077 721 770,58	2 071 029 396,38	2 418 519 144,46	3 069 064 830,66	4 041 265 526,27	4 325 421 549,34
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	98,55%	98,56%	98,87%	99,39%	99,70%	99,46%	98,71%	85,85%	71,26%	73,11%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	1,45%	1,44%	1,13%	0,61%	0,30%	0,54%	1,29%	14,15%	28,74%	26,89%
Średnioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Średnia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Średnia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,53%	9,76%	5,58%	6,72%	8,21%	5,46%	5,26%	3,45%	4,21%	2,11%
Koszt kapitału	190 481 396,77	185 997 043,88	107 852 762,70	156 230 215,46	170 500 302,89	113 147 334,62	127 308 525,54	105 729 406,31	169 940 754,12	91 348 966,20
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-617 538 119,24	-241 856 909,84	-70 640 311,73	-549 752 001,98	-228 438 281,47	496 316 408,68	-561 660 805,78	-167 983 780,54	-2 152 452 397,31	-696 393 304,85
Współczynnik EVA	-0,3415	-0,1269	-0,0365	-0,2365	-0,1099	0,2396	-0,2322	-0,0547	-0,5326	-0,1610

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	244 528 496,76	247 018 804,06	251 192 641,63	248 339 205,52	250 628 902,80	251 955 741,71	262 186 528,40	291 648 788,60	318 974 051,40	343 626 758,29
Koszt działalności operacyjnej	234 181 716,18	234 452 387,97	235 773 238,71	239 872 919,31	237 300 027,08	234 838 646,54	239 331 240,16	264 216 952,83	272 932 564,47	298 193 510,37
Wynik (działalności operacyjnej)	10 346 780,58	12 566 416,09	15 419 402,92	8 466 286,21	13 328 875,72	17 117 095,17	22 855 288,24	27 431 835,77	46 041 486,93	45 433 247,92
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	2 897 098,56	3 392 932,34	2 929 686,55	1 608 594,38	2 532 486,39	3 252 248,08	4 342 504,77	5 212 048,80	8 747 882,52	8 632 317,10
Wynik na działalności netto	7 449 682,02	9 173 483,75	12 489 716,37	6 857 691,83	10 796 389,33	13 864 847,09	18 512 783,47	22 219 786,97	37 293 604,41	36 800 930,82
Amortyzacja bilansowa	56 156 065,19	58 785 287,42	60 271 959,18	58 032 016,38	53 788 105,82	51 916 135,13	56 922 971,92	60 397 113,89	62 400 520,51	72 071 717,53
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-14 555 224,02	-12 581 148,98	-13 358 231,15	-5 898 107,35	-25 756 257,01	-21 492 990,70	-7 158 306,51	-16 221 644,91	-79 558 834,90	-14 513 595,03
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-868 600,40	148 322 210,19	-26 847 510,22	140 335 543,03	-33 934 397,10	126 727 428,15	159 330 861,75	235 735 244,23	-52 128 871,43	-13 750 442,40
Nakłady inwestycyjne brutto	53 726 792,55	96 216 524,77	67 529 202,74	84 476 619,80	66 736 092,65	100 539 074,15	121 086 226,23	208 503 791,02	198 950 298,29	223 489 127,30
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-5 544 869,76	107 483 307,61	-34 973 268,56	114 850 524,09	-61 842 251,61	70 476 345,52	106 522 084,40	93 626 709,16	-230 943 879,70	-142 880 516,38
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	557 461 128,04	571 260 727,31	625 242 566,13	648 264 061,87	692 934 131,90	732 036 381,81	760 221 505,37	784 188 428,71	812 930 757,17	846 431 299,84
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	52 740 461,53	67 839 650,99	63 618 284,61	33 162 616,69	27 480 983,13	34 237 640,96	73 895 793,35	187 141 509,10	300 656 584,34	277 770 127,36
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	610 201 589,57	639 100 378,30	688 860 850,74	681 426 678,56	720 415 115,03	766 274 022,77	834 117 298,72	971 329 937,81	1 113 587 341,51	1 124 201 427,20
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	91,36%	89,39%	90,76%	95,13%	96,19%	95,53%	91,14%	80,73%	73,00%	75,29%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	8,64%	10,61%	9,24%	4,87%	3,81%	4,47%	8,86%	19,27%	27,00%	24,71%
Średnioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Średnia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Średnia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,21%	9,30%	5,45%	6,60%	8,07%	5,39%	5,12%	3,39%	4,23%	2,12%
Koszt kapitału	62 288 018,85	59 439 601,71	37 551 388,87	45 006 573,90	58 143 024,74	41 312 886,61	42 727 304,24	32 903 826,98	47 146 490,00	23 809 665,57
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-67 832 888,61	48 043 705,90	-72 524 657,44	69 843 950,19	-119 985 276,35	29 163 458,91	63 794 780,16	60 722 882,19	-278 090 369,70	-166 690 181,96
Współczynnik EVA	-0,1112	0,0752	-0,1053	0,1025	-0,1666	0,0381	0,0765	0,0625	-0,2497	-0,1483

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Łodzi [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	191 187 378,04	209 856 908,24	204 218 626,63	216 742 102,54	226 809 282,36	212 083 592,20	224 721 074,23	244 924 567,12	266 079 926,48	272 174 387,58
Koszt działalności operacyjnej	187 475 929,88	204 918 817,02	200 110 983,74	208 103 236,86	207 350 788,78	211 330 660,30	218 912 436,11	238 970 416,56	260 097 323,93	267 951 494,74
Wynik (działalności operacyjnej)	3 711 448,16	4 938 091,22	4 107 642,89	8 638 865,68	19 458 493,58	752 931,90	5 808 638,12	5 954 150,56	5 982 602,55	4 222 892,84
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	1 039 205,48	1 333 284,63	780 452,15	1 641 384,48	3 697 113,78	143 057,06	1 103 641,24	1 131 288,61	1 136 694,48	802 349,64
Wynik na działalności netto	2 672 242,68	3 604 806,59	3 327 190,74	6 997 481,20	15 761 379,80	609 874,84	4 704 996,88	4 822 861,95	4 845 908,07	3 420 543,20
Amortyzacja bilansowa	2 740 296,64	3 020 550,23	3 457 566,77	3 824 436,13	3 817 840,01	4 341 413,74	4 736 531,09	5 505 822,53	5 989 574,70	6 113 680,84
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-37 923 066,04	-4 018 489,67	-5 638 684,23	-3 135 236,84	-11 684 691,13	-8 233 925,22	-486 259,43	-2 641 850,07	-4 584 207,91	-15 857 946,05
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	23 304 629,09	49 673 100,77	-4 468 269,71	-479 995,66	46 188 905,38	-974 682,08	-621 636,09	-911 073,34	47 027 408,46	55 404 694,39
Nakłady inwestycyjne brutto	3 732 699,17	2 993 213,33	7 825 371,15	5 885 216,00	4 009 483,43	5 601 029,87	8 320 467,45	5 605 574,86	5 523 181,83	3 927 533,17
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-12 938 596,80	49 286 754,59	-11 147 567,58	1 321 468,83	50 073 950,63	-9 858 348,59	13 165,00	1 170 186,21	47 755 501,49	45 153 439,21
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	32 807 856,41	35 479 682,69	36 419 417,54	41 138 161,83	49 737 723,95	46 076 630,49	49 338 373,99	55 539 619,87	58 088 669,65	72 292 824,14
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	0,00	0,00	0,00	345 078,12	2 135 651,41	3 871 358,94	5 053 752,09	2 920 001,28	2 124 244,77	2 920 613,99
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	32 807 856,41	35 479 682,69	36 419 417,54	41 483 239,95	51 873 375,36	49 947 989,43	54 392 126,08	58 459 621,15	60 212 914,42	75 213 438,13
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	100,00%	100,00%	100,00%	99,17%	95,88%	92,25%	90,71%	95,01%	96,47%	96,12%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,00%	0,00%	0,00%	0,83%	4,12%	7,75%	9,29%	4,99%	3,53%	3,88%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,60%	9,83%	5,59%	6,72%	8,06%	5,33%	5,11%	3,55%	4,62%	2,18%
Koszt kapitału	3 477 182,03	3 488 131,50	2 037 376,11	2 785 861,95	4 180 531,12	2 662 887,20	2 781 823,54	2 074 014,20	2 781 996,74	1 636 119,41
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-16 415 778,84	45 798 623,09	-13 184 943,69	-1 464 393,12	45 893 419,51	-12 521 235,80	-2 768 658,55	-903 827,98	44 973 504,75	43 517 319,80
Współczynnik EVA	-0,5004	1,2908	-0,3620	-0,0353	0,8847	-0,2507	-0,0509	-0,0155	0,7469	0,5786

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	173 906 945,05	186 371 659,20	179 651 564,02	184 061 048,49	185 810 123,64	195 361 511,82	200 458 921,68	212 667 705,58	248 852 510,73	134 302 136,45
Koszt działalności operacyjnej	167 067 995,41	169 236 071,73	148 217 311,75	149 232 588,20	153 143 654,02	160 928 711,64	177 795 193,75	188 164 765,69	192 311 563,20	112 653 113,42
Wynik (działalności operacyjnej)	6 838 949,64	17 135 587,47	31 434 252,27	34 828 460,29	32 666 469,62	34 432 800,18	22 663 727,93	24 502 939,89	56 540 947,53	21 649 023,03
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	1 914 905,90	4 626 608,62	5 972 507,93	6 617 407,46	6 206 629,23	6 542 232,03	4 306 108,31	4 655 558,58	10 742 780,03	4 113 314,38
Wynik na działalności netto	4 924 043,74	12 508 978,85	25 461 744,34	28 211 052,83	26 459 840,39	27 890 568,15	18 357 619,62	19 847 381,31	45 798 167,50	17 535 708,65
Amortyzacja bilansowa	57 774 281,55	52 369 086,81	39 813 127,04	39 302 775,48	37 565 654,42	39 549 462,50	43 991 132,40	45 350 707,44	48 359 995,07	28 844 773,62
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-14 729 606,64	-10 333 890,75	-2 258 823,21	-35 830 844,13	-210 883,02	-5 760 653,28	-34 631 435,82	-7 992 483,26	-87 375 670,98	-20 379 830,53
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	223 247 357,05	-93 358 670,08	-43 028 814,84	99 182 669,77	-10 800 748,58	101 426 133,59	125 076 216,21	206 147 804,80	-37 268 256,90	269 740 039,95
Nakłady inwestycyjne brutto	201 646 990,02	172 051 569,10	113 427 567,46	83 548 124,67	62 444 078,87	55 992 311,84	115 033 076,63	160 298 658,26	187 085 128,96	164 456 330,21
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	69 569 085,68	-210 866 064,27	-93 440 334,13	47 317 529,28	-9 430 215,66	107 113 199,12	37 760 455,78	103 054 752,03	-217 570 894,27	131 284 361,48
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	491 141 402,29	581 684 934,67	655 379 737,21	698 604 630,39	734 096 834,72	767 985 749,31	777 816 774,16	799 067 465,20	870 718 523,15	873 154 398,70
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	15 126 690,50	10 810 000,00	15 965 412,12	70 515 286,62	62 463 883,42	51 834 085,65	52 616 984,12	115 645 659,49	250 283 955,20	250 740 351,36
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	506 268 092,79	592 494 934,67	671 345 149,33	769 119 917,01	796 560 718,14	819 819 834,96	830 433 758,28	914 713 124,69	1 121 002 478,35	1 123 894 750,06
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	97,01%	98,18%	97,62%	90,83%	92,16%	93,68%	93,66%	87,36%	77,67%	77,69%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	2,99%	1,82%	2,38%	9,17%	7,84%	6,32%	6,34%	12,64%	22,33%	22,31%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,46%	9,74%	5,56%	6,49%	7,92%	5,36%	5,17%	3,46%	4,31%	2,12%
Koszt kapitału	52 973 421,12	57 709 649,54	37 309 246,71	49 889 327,03	63 051 926,58	43 921 499,64	42 929 917,05	31 666 328,55	48 322 925,20	23 877 442,50
Ekonomiczna wartość dodana EVA	16 595 664,56	-268 575 713,81	-130 749 580,84	-2 571 797,74	-72 482 142,23	63 191 699,48	-5 169 461,27	71 388 423,48	-265 893 819,47	107 406 918,98
Współczynnik EVA	0,0328	-0,4533	-0,1948	-0,0033	-0,0910	0,0771	-0,0062	0,0780	-0,2372	0,0956

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Aquanet sp. z o.o. / Aquanet S.A. [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	190 348 474,52	224 216 579,16	248 284 778,61	158 602 229,04	274 134 080,04	284 040 897,74	303 670 806,66	323 024 336,88	334 064 319,64	359 071 481,52
Koszt działalności operacyjnej	177 183 482,97	201 499 815,57	211 662 322,19	138 914 584,16	236 077 343,62	257 051 993,37	267 347 431,48	288 043 085,97	300 206 478,16	313 928 099,69
Wynik (działalności operacyjnej)	13 164 991,55	22 716 763,59	36 622 456,42	19 687 644,88	38 056 736,42	26 988 904,37	36 323 375,18	34 981 250,91	33 857 841,48	45 143 381,83
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	3 686 197,63	6 133 526,17	6 958 266,72	3 740 652,53	7 230 779,92	5 127 891,83	6 901 441,28	6 646 437,67	6 432 989,88	8 577 242,55
Wynik na działalności netto	9 478 793,92	16 583 237,42	29 664 189,70	15 946 992,35	30 825 956,50	21 861 012,54	29 421 933,90	28 334 813,24	27 424 851,60	36 566 139,28
Amortyzacja bilansowa	37 966 597,45	62 041 749,78	73 212 307,44	49 843 420,86	82 371 859,63	89 867 334,25	80 574 425,01	85 328 646,11	96 761 878,95	97 470 858,24
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-2 244 535,66	-6 474 064,29	-18 373 234,78	-3 441 695,96	-6 535 171,14	-15 294 740,57	-89 552 790,27	-47 955 362,81	-11 630 427,47	-7 272 271,46
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	171 693 972,39	225 250 326,76	391 480 051,02	-7 864 457,68	-175 151 752,79	195 543 903,31	409 344 822,96	-121 092 182,63	337 580 203,74	361 281 342,28
Nakłady inwestycyjne brutto	92 215 374,23	118 351 538,16	95 565 073,22	68 061 600,96	129 562 300,01	148 976 228,04	104 684 638,57	140 867 587,90	221 943 334,64	209 522 791,57
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	124 679 453,87	179 049 711,51	380 418 240,16	-13 577 341,39	-198 051 407,81	143 001 281,49	325 103 753,03	-196 251 673,99	228 193 172,18	278 523 276,77
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	695 685 592,26	666 080 228,91	794 791 156,47	811 161 368,01	830 510 654,62	834 172 620,97	853 599 300,47	965 181 396,42	974 357 530,72	993 566 187,11
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	152 819 607,85	215 612 536,80	230 993 040,86	316 434 591,34	347 809 728,80	383 340 909,82	567 452 332,82	668 657 710,54	739 624 174,10	695 961 457,37
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	848 505 200,11	881 692 765,71	1 025 784 197,33	1 127 595 959,35	1 178 320 383,42	1 217 513 530,79	1 421 051 633,29	1 633 839 106,96	1 713 981 704,82	1 689 527 644,48
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	81,99%	75,55%	77,48%	71,94%	70,48%	68,51%	60,07%	59,07%	56,85%	58,81%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	18,01%	24,45%	22,52%	28,06%	29,52%	31,49%	39,93%	40,93%	43,15%	41,19%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	9,78%	8,61%	5,25%	5,97%	7,08%	4,90%	4,54%	3,14%	3,97%	2,07%
Koszt kapitału	83 019 267,99	75 899 742,77	53 808 409,21	67 287 362,07	83 424 031,90	59 620 894,59	64 546 374,85	51 372 357,60	68 006 268,80	35 015 375,90
Ekonomiczna wartość dodana EVA	41 660 185,88	103 149 968,74	326 609 830,95	-80 864 703,46	-281 475 439,71	83 380 386,90	260 557 378,17	-247 624 031,60	160 186 903,38	243 507 900,87
Współczynnik EVA	0,0491	0,1170	0,3184	-0,0717	-0,2389	0,0685	0,1834	-0,1516	0,0900	0,1441

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - SAUR Neptun Gdańsk [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	132 222 319,34	138 686 558,31	143 099 432,85	141 454 853,87	143 746 765,75	146 585 074,32	168 170 807,71	185 445 199,66	208 083 411,21	232 973 035,70
Koszt działalności operacyjnej	126 108 635,26	132 994 828,28	139 554 627,85	136 924 324,58	139 669 169,30	140 310 388,47	161 970 710,39	176 848 302,96	197 362 635,82	221 630 137,57
Wynik (działalności operacyjnej)	6 113 684,08	5 691 730,03	3 544 805,00	4 530 529,29	4 077 596,45	6 274 685,85	6 200 097,32	8 596 896,70	10 720 775,39	11 342 898,13
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	1 711 831,54	1 536 767,11	673 512,95	860 800,57	774 743,33	1 192 190,31	1 178 018,49	1 633 410,37	2 036 947,32	2 155 150,64
Wynik na działalności netto	4 401 852,54	4 154 962,92	2 871 292,05	3 669 728,72	3 302 853,12	5 082 495,54	5 022 078,83	6 963 486,33	8 683 828,07	9 187 747,49
Amortyzacja bilansowa	2 130 533,83	2 097 345,25	2 364 894,26	2 881 701,95	3 087 705,44	2 881 271,45	2 459 400,11	2 480 904,60	2 724 793,58	3 006 235,33
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-3 886 443,75	-3 615 956,42	-2 605 591,65	-2 738 183,17	-2 843 988,34	-2 261 227,83	-8 605 647,92	-3 324 769,51	-7 598 170,86	-6 971 800,06
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	44 473 916,68	-589 521,75	50 360 148,20	-2 160 341,06	-2 213 761,83	-826 897,28	43 033 198,20	47 178 606,21	55 824 790,50	65 985 155,55
Nakłady inwestycyjne brutto	2 444 498,51	1 852 755,44	2 943 204,92	2 708 620,86	2 620 977,08	2 496 432,46	2 828 376,71	853 354,43	3 018 913,63	3 450 372,28
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	44 675 360,79	194 074,56	50 047 537,94	-1 055 714,42	-1 288 168,69	2 379 209,42	39 080 652,51	52 444 873,20	56 616 327,66	67 756 966,03
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	23 717 404,81	28 208 138,70	34 230 180,31	39 209 173,72	45 213 765,56	43 430 787,98	54 492 966,23	48 880 611,74	50 269 195,61	54 434 327,41
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	23 717 404,81	28 208 138,70	34 230 180,31	39 209 173,72	45 213 765,56	43 430 787,98	54 492 966,23	48 880 611,74	50 269 195,61	54 434 327,41
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Koszt kapitału	2 513 719,06	2 773 240,62	1 914 905,74	2 642 106,91	3 715 586,67	2 377 041,18	2 881 537,85	1 761 591,13	2 351 775,23	1 189 935,44
Ekonomiczna wartość dodana EVA	42 161 641,73	-2 579 166,06	48 132 632,20	-3 697 821,32	-5 003 755,36	2 168,24	36 199 114,66	50 683 282,07	54 264 552,42	66 567 030,58
Współczynnik EVA	1,7777	-0,0914	1,4061	-0,0943	-0,1107	0,0000	0,6643	1,0369	1,0795	1,2229

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	95 517 949,85	112 033 333,88	106 007 258,39	103 578 091,92	112 405 470,67	117 883 042,52	142 573 092,37	159 684 015,62	172 527 464,41	193 194 433,03
Koszt działalności operacyjnej	93 278 704,27	91 656 764,33	89 041 601,55	96 881 435,79	102 183 768,16	104 269 253,31	126 940 772,77	137 779 996,52	133 018 226,82	167 725 281,39
Wynik (działalności operacyjnej)	2 239 245,58	20 376 569,55	16 965 656,84	6 696 656,13	10 221 702,51	13 613 789,21	15 632 319,60	21 904 019,10	39 509 237,59	25 469 151,64
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	626 988,76	5 501 673,78	3 223 474,80	1 272 364,66	1 942 123,48	2 586 619,95	2 970 140,72	4 161 763,63	7 506 755,14	4 839 138,81
Wynik na działalności netto	1 612 256,82	14 874 895,77	13 742 182,04	5 424 291,47	8 279 579,03	11 027 169,26	12 662 178,88	17 742 255,47	32 002 482,45	20 630 012,83
Amortyzacja bilansowa	9 924 167,31	10 324 771,18	11 000 819,17	13 213 486,76	15 848 717,13	18 620 305,55	29 356 448,98	37 061 285,33	28 882 497,52	47 875 674,52
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-660 557,45	-18 915 083,19	-13 645 508,81	-19 504 195,25	-13 170 449,99	-9 917 235,90	-4 541 934,27	-5 488 258,52	-14 394 468,27	-29 131 166,03
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-2 015 677,55	46 829 294,99	-2 205 509,14	80 413 409,92	111 545 486,56	-16 390 482,82	82 689 592,01	108 032 300,09	-25 616 420,54	82 300 995,53
Nakłady inwestycyjne brutto	13 929 872,32	93 730 631,77	97 858 688,36	132 360 527,36	216 328 862,83	269 514 440,93	278 306 788,01	199 495 343,00	159 025 946,59	47 721 943,18
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-5 069 683,19	-40 616 753,02	-88 966 705,10	-52 813 534,46	-93 825 530,10	-266 174 684,84	-158 140 502,41	-42 147 760,63	-138 151 855,43	73 953 573,67
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	152 819 601,01	168 080 975,50	245 140 151,20	252 247 856,98	263 076 483,16	284 235 546,84	305 175 865,02	327 845 329,38	383 585 456,77	389 444 099,88
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	0,00	1 384 373,00	14 353 168,77	47 463 072,57	116 940 994,51	198 126 995,64	269 748 975,40	323 205 374,97	431 951 985,51	420 892 810,29
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	152 819 601,01	169 465 348,50	259 493 319,97	299 710 929,55	380 017 477,67	482 362 542,48	574 924 840,42	651 050 704,35	815 537 442,28	810 336 910,17
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	100,00%	99,18%	94,47%	84,16%	69,23%	58,93%	53,08%	50,36%	47,03%	48,06%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,00%	0,82%	5,53%	15,84%	30,77%	41,07%	46,92%	49,64%	52,97%	51,94%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,60%	9,79%	5,51%	6,30%	7,03%	4,72%	4,41%	3,05%	3,81%	2,04%
Koszt kapitału	16 196 778,12	16 591 499,18	14 294 379,13	18 891 714,52	26 721 025,83	22 774 511,53	25 363 765,50	19 833 405,99	31 040 483,90	16 554 204,81
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-21 266 461,32	-57 208 252,20	-103 261 084,23	-71 705 248,99	-120 546 555,92	-288 949 196,37	-183 504 267,91	-61 981 166,62	-169 192 339,33	57 399 368,86
Współczynnik EVA	-0,1392	-0,3376	-0,3979	-0,2392	-0,3172	-0,5990	-0,3192	-0,0952	-0,2100	0,0708

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	108 168 607,66	108 987 177,44	105 065 885,15	107 113 751,04	102 029 738,50	106 214 640,54	126 124 000,00	138 517 000,00	172 616 340,89	185 875 411,18
Koszt działalności operacyjnej	104 717 695,60	105 865 305,51	101 960 098,49	103 214 064,86	96 345 798,07	98 585 010,33	115 967 000,00	114 352 000,00	128 514 004,13	151 215 439,78
Wynik (działalności operacyjnej)	3 450 912,06	3 121 871,93	3 105 786,66	3 899 686,18	5 683 940,43	7 629 630,21	10 157 000,00	24 165 000,00	44 102 336,76	34 659 971,40
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	966 255,38	842 905,42	590 099,47	740 940,37	1 079 948,68	1 449 629,74	1 929 830,00	4 591 350,00	8 379 443,98	6 585 394,57
Wynik na działalności netto	2 484 656,68	2 278 966,51	2 515 687,19	3 158 745,81	4 603 991,75	6 180 000,47	8 227 170,00	19 573 650,00	35 722 892,78	28 074 576,83
Amortyzacja bilansowa	19 333 988,25	21 778 732,53	22 910 342,04	25 510 599,92	26 308 525,04	25 519 603,08	25 699 000,00	21 972 000,00	29 082 635,42	37 687 334,88
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-9 695 582,95	-10 911 174,76	-1 013 798,89	-40 349 032,89	-49 303 006,51	-8 422 226,78	-47 188 182,87	-46 853 000,00	-145 999 451,48	-107 325 465,68
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	39 665 089,66	53 171 507,57	-4 865 582,52	-10 610 133,33	46 293 102,54	96 598 999,34	155 205 931,93	223 287 000,00	305 900 212,35	-49 264 233,59
Nakłady inwestycyjne brutto	27 711 834,62	41 224 210,58	57 771 634,97	38 809 737,82	63 374 208,55	132 090 668,14	172 302 000,00	223 884 000,00	217 432 899,64	146 522 752,78
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	24 076 317,02	25 093 821,27	-38 224 987,15	-61 099 558,31	-35 471 595,73	-12 214 292,03	-30 358 080,94	-5 904 350,00	7 273 389,43	-237 350 540,34
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	282 638 548,91	284 449 177,92	312 447 493,86	313 786 788,44	317 522 040,61	331 929 445,58	327 781 000,00	357 610 000,00	407 620 603,59	433 159 734,67
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	9 279 116,53	23 892 743,56	49 968 667,59	102 202 337,00	154 219 515,57	225 443 577,00	229 881 000,00	327 827 000,00	559 369 448,58	545 335 907,96
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	291 917 665,44	308 341 921,48	362 416 161,45	415 989 125,44	471 741 556,18	557 373 022,58	557 662 000,00	685 437 000,00	966 990 052,17	978 495 642,63
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	96,82%	92,25%	86,21%	75,43%	67,31%	59,55%	58,78%	52,17%	42,15%	44,27%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	3,18%	7,75%	13,79%	24,57%	32,69%	40,45%	41,22%	47,83%	57,85%	55,73%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,45%	9,44%	5,38%	6,06%	6,96%	4,73%	4,52%	3,07%	3,73%	2,03%
Koszt kapitału	30 519 652,78	29 119 320,54	19 500 722,50	25 222 880,37	32 821 641,69	26 380 029,76	25 195 481,71	21 020 740,95	36 027 696,20	19 887 253,36
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-6 443 335,75	-4 025 499,28	-57 725 709,65	-86 322 438,69	-68 293 237,42	-38 594 321,79	-55 553 562,65	-26 925 090,95	-28 754 306,77	-257 237 793,69
Współczynnik EVA	-0,0221	-0,0131	-0,1593	-0,2075	-0,1448	-0,0692	-0,0996	-0,0393	-0,0297	-0,2629

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lublinie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	96 935 920,55	98 645 287,09	117 861 239,75	121 989 610,62	111 786 061,72	117 179 420,08	120 849 358,88	131 098 129,98	134 179 122,01	140 377 973,29
Koszt działalności operacyjnej	94 013 077,44	94 863 346,83	115 711 914,57	119 376 937,06	109 558 643,33	112 890 371,48	119 266 024,83	125 280 306,35	128 929 758,45	135 404 001,62
Wynik (działalności operacyjnej)	2 922 843,11	3 781 940,26	2 149 325,18	2 612 673,56	2 227 418,39	4 289 048,60	1 583 334,05	5 817 823,63	5 249 363,56	4 973 971,67
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	818 396,07	1 021 123,87	408 371,78	496 407,98	423 209,49	814 919,23	300 833,47	1 105 386,49	997 379,08	945 054,62
Wynik na działalności netto	2 104 447,04	2 760 816,39	1 740 953,40	2 116 265,58	1 804 208,90	3 474 129,37	1 282 500,58	4 712 437,14	4 251 984,48	4 028 917,05
Amortyzacja bilansowa	17 534 302,84	20 093 464,86	20 294 040,43	21 308 908,98	21 929 317,29	22 549 147,42	25 003 263,56	27 154 443,69	27 100 778,75	27 271 790,02
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-6 560 525,22	-6 266 609,48	-1 770 822,12	-4 778 817,22	-2 370 689,89	-846 025,29	-3 963 589,69	-19 719 973,57	-15 753 281,76	-9 468 136,39
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	29 393 250,94	49 833 486,67	-17 106 884,55	41 318 624,59	-4 106 034,71	53 160 451,30	-14 905 503,06	37 793 188,15	40 503 554,51	45 413 393,08
Nakłady inwestycyjne brutto	12 256 108,37	12 776 178,45	23 892 655,64	23 361 706,95	21 402 894,66	36 370 443,14	32 111 389,46	12 508 796,86	17 201 217,26	21 968 550,10
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	30 215 367,23	53 644 979,99	-20 735 368,48	36 603 274,98	-4 146 093,07	41 967 259,66	-24 694 718,07	37 431 298,55	38 901 818,72	45 277 413,66
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	188 669 114,59	199 382 603,99	224 048 423,52	237 920 362,16	242 673 785,71	257 883 678,39	275 105 953,44	312 103 742,04	328 656 908,72	322 186 730,76
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	6 375 084,00	5 697 922,10	4 987 379,66	6 368 635,50	0,00	3 324 029,62	24 108,13	109 008,73	52 134,61	0,00
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	195 044 198,59	205 080 526,09	229 035 803,18	244 288 997,66	242 673 785,71	261 207 708,01	275 130 061,57	312 212 750,77	328 709 043,33	322 186 730,76
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	96,73%	97,22%	97,82%	97,39%	100,00%	98,73%	99,99%	99,97%	99,98%	100,00%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	3,27%	2,78%	2,18%	2,61%	0,00%	1,27%	0,01%	0,03%	0,02%	0,00%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,45%	9,69%	5,56%	6,67%	8,22%	5,45%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Koszt kapitału	20 383 718,92	19 877 235,69	12 735 517,12	16 286 384,17	19 942 499,22	14 235 509,22	14 548 173,94	11 250 501,06	15 377 342,31	7 043 008,11
Ekonomiczna wartość dodana EVA	9 831 648,31	33 767 744,29	-33 470 885,60	20 316 890,82	-24 088 592,30	27 731 750,44	-39 242 892,01	26 180 797,49	23 524 476,41	38 234 405,55
Współczynnik EVA	0,0504	0,1647	-0,1461	0,0832	-0,0993	0,1062	-0,1426	0,0839	0,0716	0,1187

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Górnośląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów w Katowicach[zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej				279 964 062,32	275 025 946,20	269 095 869,40	245 494 312,62	281 570 538,32	280 974 154,80	282 680 804,98
Koszt działalności operacyjnej				256 716 490,34	260 727 659,52	287 782 105,80	251 754 714,45	274 891 290,65	271 491 657,23	265 008 461,72
Wynik (działalności operacyjnej)				23 247 571,98	14 298 286,68	-18 686 236,40	-6 260 401,83	6 679 247,67	9 482 497,57	17 672 343,26
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek				4 417 038,68	2 716 674,47	-3 550 384,92	-1 189 476,35	1 269 057,06	1 801 674,54	3 357 745,22
Wynik na działalności netto				18 830 533,30	11 581 612,21	-15 135 851,48	-5 070 925,48	5 410 190,61	7 680 823,03	14 314 598,04
Amortyzacja bilansowa				87 433 661,74	81 020 623,08	78 856 824,07	79 709 698,20	78 218 904,66	72 646 409,28	68 674 350,59
Zmiana stanu aktywów obrotowych				-194 382 564,22	-10 238 954,98	-38 054 499,74	-55 729 948,88	-15 258 851,24	-36 279 856,56	-21 894 307,23
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych				79 208 436,41	192 000 714,83	-74 188 163,49	-3 122 149,50	77 545 435,64	90 042 996,83	101 394 030,18
Nakłady inwestycyjne brutto				69 213 841,56	54 078 369,98	25 526 502,50	17 808 673,61	113 284 473,93	263 475 935,69	530 975 366,39
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)				-78 123 774,33	220 285 625,16	-74 048 193,14	-2 021 999,27	32 631 205,74	-129 385 563,11	-368 486 694,81
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego				1 142 499 509,04	1 247 064 086,54	1 217 651 421,61	1 212 797 227,77	1 219 814 481,02	1 240 779 906,04	1 257 237 091,72
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego				85 761 526,48	10 773 223,31	7 911 802,76	5 907 365,18	5 671 128,21	2 061 714,46	8 124 963,37
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany				1 228 261 035,52	1 257 837 309,85	1 225 563 224,37	1 218 704 592,95	1 225 485 609,23	1 242 841 620,50	1 265 362 055,09
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego				93,02%	99,14%	99,35%	99,52%	99,54%	99,83%	99,36%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku obrotowego				6,98%	0,86%	0,65%	0,48%	0,46%	0,17%	0,64%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych				5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych				2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej				3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego				6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego				4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej				3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału				6,55%	8,18%	5,46%	5,28%	3,60%	4,68%	2,18%
Koszt kapitału				80 409 547,60	102 951 515,34	66 932 370,13	64 333 652,35	44 101 157,20	58 110 685,24	27 638 450,35
Ekonomiczna wartość dodana EVA				-158 533 321,92	117 334 109,82	-140 980 563,27	-66 355 651,62	-11 469 951,46	-187 496 248,35	-396 125 145,16
Współczynnik EVA				-0,1291	0,0933	-0,1150	-0,0544	-0,0094	-0,1509	-0,3131

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Wodociągi Białostockie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	58 339 602,30	60 853 753,90	65 009 993,32	65 809 983,83	69 622 808,00	71 531 216,15	73 952 879,48	83 958 212,67	89 934 961,02	92 467 429,17
Koszt działalności operacyjnej	58 377 169,50	60 842 752,71	65 962 898,74	66 934 614,11	70 262 309,67	72 140 888,42	73 939 323,49	83 172 270,60	85 625 091,76	87 722 092,31
Wynik (działalności operacyjnej)	-37 567,20	11 001,19	-952 905,42	-1 124 630,28	-639 501,67	-609 672,27	13 555,99	785 942,07	4 309 869,26	4 745 336,86
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-10 518,82	2 970,32	-181 052,03	-213 679,75	-121 505,32	-115 837,73	2 575,64	149 328,99	818 875,16	901 614,00
Wynik na działalności netto	-27 048,38	8 030,87	-771 853,39	-910 950,53	-517 996,35	-493 834,54	10 980,35	636 613,08	3 490 994,10	3 843 722,86
Amortyzacja bilansowa	18 944 038,69	20 513 518,48	20 727 389,78	20 516 272,63	19 982 252,26	19 992 277,68	21 030 496,03	25 487 160,50	23 830 917,62	24 778 755,96
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-6 718 879,05	-15 729 056,76	-8 921 951,95	-5 497 960,75	-1 124 292,36	-5 955 506,84	-20 681 452,30	-10 841 847,84	-4 740 893,66	-13 649 820,47
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	13 912 748,11	16 485 717,99	19 860 240,69	21 921 728,57	23 678 862,71	25 867 983,75	-368 110,44	-2 671 067,59	37 743 846,39	-6 289 821,36
Nakłady inwestycyjne brutto	15 812 000,00	4 238 605,81	11 807 046,99	25 577 791,81	26 086 148,75	37 288 144,06	39 851 482,55	23 210 257,43	41 768 068,83	62 934 368,08
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	10 298 859,37	17 039 604,77	19 086 778,14	10 451 298,11	15 932 677,51	2 122 775,99	-39 859 568,91	-10 599 399,28	18 556 795,62	-54 251 531,09
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	225 658 289,83	231 398 860,93	234 522 507,11	237 732 338,77	240 218 305,15	241 994 472,92	246 100 428,32	261 500 163,67	272 177 853,07	276 463 103,95
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	13 050 510,00	9 134 000,00	6 940 000,00	4 100 000,00	1 500 000,00	0,00	0,00	34 000,00	34 000,00	0,00
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	238 708 799,83	240 532 860,93	241 462 507,11	241 832 338,77	241 718 305,15	241 994 472,92	246 100 428,32	261 534 163,67	272 211 853,07	276 463 103,95
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	94,53%	96,20%	97,13%	98,30%	99,38%	100,00%	100,00%	99,99%	99,99%	100,00%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	5,47%	3,80%	2,87%	1,70%	0,62%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,35%	9,64%	5,55%	6,69%	8,19%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Koszt kapitału	24 709 698,61	23 190 843,96	13 400 463,33	16 183 184,34	19 806 153,79	13 244 770,66	13 013 563,92	9 424 955,67	12 734 497,55	6 043 488,75
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-14 410 839,24	-6 151 239,19	5 686 314,81	-5 731 886,22	-3 873 476,28	-11 121 994,67	-52 873 132,82	-20 024 354,96	5 822 298,07	-60 295 019,85
Współczynnik EVA	-0,0604	-0,0256	0,0235	-0,0237	-0,0160	-0,0460	-0,2148	-0,0766	0,0214	-0,2181

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gdyni [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	89 926 736,41	89 165 884,79	91 609 870,23	95 307 160,66	102 247 996,18	101 375 334,57	113 030 085,69	119 659 234,80	120 271 023,33	131 424 082,01
Koszt działalności operacyjnej	81 810 587,47	85 972 538,92	88 214 717,74	90 898 338,72	91 585 727,18	90 259 664,25	100 209 485,47	110 675 642,54	118 642 868,17	128 603 169,75
Wynik (działalności operacyjnej)	8 116 148,94	3 193 345,87	3 395 152,49	4 408 821,94	10 662 269,00	11 115 670,32	12 820 600,22	8 983 592,26	1 628 155,16	2 820 912,26
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	2 272 521,70	862 203,38	645 078,97	837 676,17	2 025 831,11	2 111 977,36	2 435 914,04	1 706 882,53	309 349,48	535 973,33
Wynik na działalności netto	5 843 627,24	2 331 142,49	2 750 073,52	3 571 145,77	8 636 437,89	9 003 692,96	10 384 686,18	7 276 709,73	1 318 805,68	2 284 938,93
Amortyzacja bilansowa	20 640 904,53	21 526 667,99	23 095 444,83	23 693 417,44	24 031 356,54	22 600 282,63	22 162 964,17	24 601 431,14	33 264 088,25	37 935 679,34
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-10 989 164,50	-4 058 704,91	-7 388 656,55	-8 977 345,27	-1 051 063,45	-6 399 818,24	-738 178,98	-1 259 300,61	-23 806 628,52	-4 234 222,77
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	29 355 054,59	31 399 458,54	33 005 353,60	-6 377 083,07	29 135 830,11	73 021 340,29	-19 449 191,99	-3 559 600,49	-312 380,93	-2 902 702,34
Nakłady inwestycyjne brutto	91 154 386,76	11 729 775,93	46 302 178,95	35 846 294,36	59 349 516,66	110 482 010,14	74 328 052,77	63 385 784,28	27 013 019,74	27 076 321,47
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-46 303 964,90	39 468 788,18	5 160 036,45	-23 936 159,49	1 403 044,43	-12 256 512,50	-61 967 773,39	-36 326 544,51	-16 549 135,26	6 007 371,69
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	229 744 709,88	251 623 082,25	277 766 778,54	330 705 659,69	342 177 200,78	354 003 549,09	376 859 638,50	393 354 532,99	398 182 198,04	402 678 856,11
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	52 095 473,46	42 203 198,37	33 176 562,85	340 655,05	5 445 226,09	63 617 965,03	57 184 538,95	67 946 759,84	37 721 045,89	24 723 673,64
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	281 840 183,34	293 826 280,62	310 943 341,39	331 046 314,74	347 622 426,87	417 621 514,12	434 044 177,45	461 301 292,83	435 903 243,93	427 402 529,75
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	81,52%	85,64%	89,33%	99,90%	98,43%	84,77%	86,83%	85,27%	91,35%	94,22%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	18,48%	14,36%	10,67%	0,10%	1,57%	15,23%	13,17%	14,73%	8,65%	5,78%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	9,76%	9,11%	5,43%	6,74%	8,16%	5,19%	5,04%	3,44%	4,54%	2,17%
Koszt kapitału	27 515 388,01	26 776 550,98	16 881 189,76	22 298 167,18	28 357 075,35	21 692 836,62	21 883 899,28	15 861 635,78	19 771 950,21	9 274 901,09
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-73 819 352,91	12 692 237,20	-11 721 153,31	-46 234 326,67	-26 954 030,92	-33 949 349,12	-83 851 672,67	-52 188 180,29	-36 321 085,47	-3 267 529,40
Współczynnik EVA	-0,2619	0,0432	-0,0377	-0,1397	-0,0775	-0,0813	-0,1932	-0,1131	-0,0833	-0,0076

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji Okręgu Częstochowskiego [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	77 405 128,94	83 177 935,96	81 429 777,49	81 892 977,89	84 276 391,75	85 321 341,22	91 941 084,87	100 065 799,02	103 616 186,97	106 121 479,10
Koszt działalności operacyjnej	75 229 159,85	78 461 976,80	79 443 052,39	80 249 669,66	83 497 620,63	84 282 308,86	89 477 202,63	97 862 143,60	101 709 256,94	103 844 122,82
Wynik (działalności operacyjnej)	2 175 969,09	4 715 959,16	1 986 725,10	1 643 308,23	778 771,12	1 039 032,36	2 463 882,24	2 203 655,42	1 906 930,03	2 277 356,28
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	609 271,35	1 273 308,97	377 477,77	312 228,56	147 966,51	197 416,15	468 137,63	418 694,53	362 316,71	432 697,69
Wynik na działalności netto	1 566 697,74	3 442 650,19	1 609 247,33	1 331 079,67	630 804,61	841 616,21	1 995 744,61	1 784 960,89	1 544 613,32	1 844 658,59
Amortyzacja bilansowa	9 613 262,99	9 977 041,93	10 473 926,65	10 659 113,45	11 418 183,47	11 395 400,25	10 907 478,57	12 962 630,28	12 948 750,11	11 994 901,79
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-2 036 719,32	-4 731 319,69	-2 444 061,98	-120 880,00	-468 237,16	-367 906,74	-2 815 185,91	-1 020 766,00	-550 321,49	-286 361,78
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	17 609 543,01	20 626 076,71	-1 181 638,64	20 097 121,71	22 817 142,78	-202 949,79	25 834 129,62	-168 804,28	27 072 762,62	29 070 287,80
Nakłady inwestycyjne brutto	9 952 192,66	6 452 002,83	11 273 083,94	19 089 539,93	14 145 083,05	11 037 074,59	10 833 547,90	12 783 947,78	10 489 364,66	12 000 904,80
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	16 800 591,76	22 862 446,31	-2 815 610,58	12 876 894,90	20 252 810,65	629 085,34	25 088 618,99	774 073,11	30 526 439,90	30 622 581,60
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	110 382 055,31	113 043 147,55	113 546 125,32	114 577 480,38	130 966 338,66	131 613 615,32	134 536 701,45	140 249 533,11	142 672 762,43	143 327 669,28
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	684 642,96	398 765,00	142 946,00	6 555 239,60	7 124 750,99	6 215 329,60	8 292 732,20	9 997 433,74	7 960 508,41	6 755 646,25
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	111 066 698,27	113 441 912,55	113 689 071,32	121 132 719,98	138 091 089,65	137 828 944,92	142 829 433,65	150 246 966,85	150 633 270,84	150 083 315,53
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,38%	99,65%	99,87%	94,59%	94,84%	95,49%	94,19%	93,35%	94,72%	95,50%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,62%	0,35%	0,13%	5,41%	5,16%	4,51%	5,81%	6,65%	5,28%	4,50%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,57%	9,81%	5,59%	6,59%	8,02%	5,39%	5,18%	3,53%	4,59%	2,17%
Koszt kapitału	11 740 583,97	11 132 928,76	6 357 784,35	7 982 380,78	11 073 416,97	7 429 863,85	7 397 816,92	5 302 426,75	6 916 078,22	3 262 208,88
Ekonomiczna wartość dodana EVA	5 060 007,79	11 729 517,55	-9 173 394,93	4 894 514,12	9 179 393,68	-6 800 778,50	17 690 802,08	-4 528 353,64	23 610 361,69	27 360 372,71
Współczynnik EVA	0,0456	0,1034	-0,0807	0,0404	0,0665	-0,0493	0,1239	-0,0301	0,1567	0,1823

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Wodociągi Miejskie w Radomiu [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	43 512 132,96	44 066 949,10	45 778 285,30	48 945 709,62	52 653 691,79	52 310 137,57	56 982 379,55	63 072 184,01	69 629 985,08	80 795 173,39
Koszt działalności operacyjnej	41 900 369,14	42 955 654,36	44 766 349,06	48 029 029,31	50 135 227,60	49 969 840,86	54 045 162,07	60 345 746,22	65 719 003,71	77 237 367,66
Wynik (działalności operacyjnej)	1 611 763,82	1 111 294,74	1 011 936,24	916 680,31	2 518 464,19	2 340 296,71	2 937 217,48	2 726 437,79	3 910 981,37	3 557 805,73
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	451 293,87	300 049,58	192 267,89	174 169,26	478 508,20	444 656,37	558 071,32	518 023,18	743 086,46	675 983,09
Wynik na działalności netto	1 160 469,95	811 245,16	819 668,35	742 511,05	2 039 955,99	1 895 640,34	2 379 146,16	2 208 414,61	3 167 894,91	2 881 822,64
Amortyzacja bilansowa	8 207 332,69	8 429 753,11	9 192 687,24	9 578 837,03	9 705 869,91	9 645 032,65	9 880 286,64	9 938 046,69	13 143 473,60	19 637 043,46
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-365 653,13	-837 826,05	-4 600 256,90	-3 302 264,83	-3 159 129,40	-274 310,44	-7 044 340,83	-4 798 976,18	-8 530 253,62	-19 289 606,08
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-1 695 267,23	9 945 736,83	11 254 034,25	-255 968,83	13 823 689,07	19 826 176,59	49 460 065,65	-3 410 776,21	-23 419 516,30	28 943 640,15
Nakłady inwestycyjne brutto	6 105 047,15	9 102 534,73	5 167 695,45	6 396 529,93	10 564 648,96	47 568 039,24	100 200 864,04	62 478 782,88	16 165 042,85	6 281 659,45
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	1 201 835,13	9 246 374,32	11 498 437,49	366 584,49	11 845 736,61	-16 475 500,10	-45 525 706,42	-58 542 073,97	-31 803 444,26	25 891 240,72
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	110 735 097,65	113 371 206,85	118 121 886,71	119 917 752,27	123 472 694,01	126 460 406,59	147 051 901,04	149 764 588,71	157 978 076,06	179 254 493,97
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	1 375 000,00	2 427 000,00	750 000,00	550 000,00	350 000,00	10 066 522,00	63 742 104,44	102 395 964,55	84 859 741,07	81 001 287,57
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	112 110 097,65	115 798 206,85	118 871 886,71	120 467 752,27	123 822 694,01	136 526 928,59	210 794 005,48	252 160 553,26	242 837 817,13	260 255 781,54
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	98,77%	97,90%	99,37%	99,54%	99,72%	92,63%	69,76%	59,39%	65,05%	68,88%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	1,23%	2,10%	0,63%	0,46%	0,28%	7,37%	30,24%	40,61%	34,95%	31,12%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,54%	9,73%	5,58%	6,73%	8,21%	5,34%	4,72%	3,15%	4,10%	2,10%
Koszt kapitału	11 819 951,47	11 263 154,42	6 638 323,66	8 102 595,50	10 162 035,65	7 288 119,81	9 956 169,24	7 937 623,52	9 963 377,23	5 465 996,28
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-10 618 116,34	-2 016 780,10	4 860 113,83	-7 736 011,01	1 683 700,97	-23 763 619,92	-55 481 875,66	-66 479 697,49	-41 766 821,49	20 425 244,44
Współczynnik EVA	-0,0947	-0,0174	0,0409	-0,0642	0,0136	-0,1741	-0,2632	-0,2636	-0,1720	0,0785

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Sosnowcu [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej			54 417 346,15	95 558 630,36	74 996 829,43	76 960 013,88	77 492 608,85	80 754 592,44	85 580 688,49	90 863 054,35
Koszt działalności operacyjnej			54 663 029,77	92 238 387,08	76 075 059,21	75 191 429,11	78 341 600,77	80 442 774,65	83 865 634,63	85 169 298,39
Wynik (działalności operacyjnej)			-245 683,62	3 320 243,28	-1 078 229,78	1 768 584,77	-848 991,92	311 817,79	1 715 053,86	5 693 755,96
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek			-46 679,89	630 846,22	-204 863,66	336 031,11	-161 308,46	59 245,38	325 860,23	1 081 813,63
Wynik na działalności netto			-199 003,73	2 689 397,06	-873 366,12	1 432 553,66	-687 683,46	252 572,41	1 389 193,63	4 611 942,33
Amortyzacja bilansowa			12 205 876,69	21 145 018,75	17 132 598,21	17 260 321,73	18 906 221,74	15 607 721,16	15 082 082,74	14 493 832,47
Zmiana stanu aktywów obrotowych			-39 665 752,40	-1 179 002,05	-2 463 233,25	-3 458 956,86	-3 742 968,03	-224 439,15	-6 120 868,42	-6 124 009,34
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych			10 604 040,42	-2 774 715,68	16 601 944,68	18 683 146,87	-160 640,13	20 663 713,33	23 313 442,74	28 229 478,72
Nakłady inwestycyjne brutto			8 271 642,04	23 448 038,70	14 447 065,85	20 276 622,14	16 273 491,74	16 875 281,88	11 875 531,02	14 736 988,98
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)			-25 326 481,06	-3 567 340,62	15 950 877,67	13 640 443,26	-1 958 561,62	19 424 285,87	21 788 319,67	26 474 255,20
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego			61 099 075,82	341 317 754,00	340 862 286,41	345 012 627,47	346 350 296,60	348 764 513,82	351 724 958,49	359 077 168,62
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego			276 850 741,37	0,00	0,00	1 159 106,05	11 292 890,79	10 919 120,57	8 516 317,68	7 476 293,29
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany			337 949 817,19	341 317 754,00	340 862 286,41	346 171 733,52	357 643 187,39	359 683 634,39	360 241 276,17	366 553 461,91
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego			18,08%	100,00%	100,00%	99,67%	96,84%	96,96%	97,64%	97,96%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego			81,92%	0,00%	0,00%	0,33%	3,16%	3,04%	2,36%	2,04%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych			6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych			3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej			2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego			5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego			5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej			4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału			4,33%	6,74%	8,22%	5,47%	5,23%	3,57%	4,64%	2,18%
Koszt kapitału			14 619 628,01	22 999 668,44	28 011 455,22	18 925 356,66	18 700 940,47	12 839 890,46	16 713 147,71	7 992 264,68
Ekonomiczna wartość dodana EVA			-39 946 109,07	-26 567 009,06	-12 060 577,55	-5 284 913,40	-20 659 502,09	6 584 395,41	5 075 171,95	18 481 990,51
Współczynnik EVA			-0,1182	-0,0778	-0,0354	-0,0153	-0,0578	0,0183	0,0141	0,0504

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Toruńskie Wodociągi [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	53 510 478,89	54 764 691,90	52 399 582,92	53 255 522,43	56 769 882,31	58 879 900,24	63 552 191,91	65 002 342,42	70 784 746,84	73 953 380,95
Koszt działalności operacyjnej	51 110 036,01	51 607 708,09	52 674 404,27	51 485 341,06	54 577 428,25	56 436 794,61	63 004 519,55	63 942 724,96	70 403 928,31	73 310 391,89
Wynik (działalności operacyjnej)	2 400 442,88	3 156 983,81	-274 821,35	1 770 181,37	2 192 454,06	2 443 105,63	547 672,36	1 059 617,46	380 818,53	642 989,06
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	672 124,01	852 385,63	-52 216,06	336 334,46	416 566,27	464 190,07	104 057,75	201 327,32	72 355,52	122 167,92
Wynik na działalności netto	1 728 318,87	2 304 598,18	-222 605,29	1 433 846,91	1 775 887,79	1 978 915,56	443 614,61	858 290,14	308 463,01	520 821,14
Amortyzacja bilansowa	9 673 601,21	13 268 829,00	17 265 508,51	17 093 424,27	16 584 562,03	16 806 688,55	20 204 673,66	21 411 882,57	24 319 759,97	25 797 898,05
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-1 930 834,83	-8 269 283,10	-2 681 152,21	-5 609 804,77	-2 041 415,97	-7 268 932,12	-369 040,24	-5 005 196,95	-11 839 912,49	-4 459 809,94
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	17 402 826,07	-1 755 697,61	-1 453 955,69	20 621 453,77	35 577 556,93	75 112 771,54	-2 724 237,51	141 639 058,53	188 963 875,15	-68 401 638,71
Nakłady inwestycyjne brutto	7 899 000,00	7 454 875,99	17 840 913,50	22 941 437,97	39 255 769,42	40 767 121,11	38 464 759,38	46 048 202,31	24 275 658,65	41 294 782,77
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	18 974 911,32	-1 906 429,52	-4 933 118,18	10 597 482,21	12 640 821,36	45 862 322,42	-20 909 748,86	112 855 831,98	177 476 526,99	-87 837 512,23
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	220 419 184,22	284 373 147,31	322 860 105,18	319 230 208,99	320 684 815,93	327 914 708,62	327 828 054,35	332 471 902,19	332 139 551,35	406 608 309,67
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	186 797,36	628 910,36	117 491,66	12 596 015,20	32 277 802,47	46 606 422,46	65 833 913,86	85 670 345,17	80 329 852,64	78 930 323,64
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	220 605 981,58	285 002 057,67	322 977 596,84	331 826 224,19	352 962 618,40	374 521 131,08	393 661 968,21	418 142 247,36	412 469 403,99	485 538 633,31
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,92%	99,78%	99,96%	96,20%	90,86%	87,56%	83,28%	79,51%	80,52%	83,74%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,08%	0,22%	0,04%	3,80%	9,14%	12,44%	16,72%	20,49%	19,48%	16,26%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,59%	9,82%	5,59%	6,63%	7,87%	5,25%	4,98%	3,37%	4,36%	2,14%
Koszt kapitału	23 372 756,02	27 988 096,40	18 066 203,18	22 013 944,98	27 761 513,67	19 645 215,19	19 586 992,79	14 107 207,15	17 973 955,36	10 396 390,31
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-4 397 844,70	-29 894 525,92	-22 999 321,36	-11 416 462,77	-15 120 692,31	26 217 107,23	-40 496 741,65	98 748 624,83	159 502 571,63	-98 233 902,54
Współczynnik EVA	-0,0199	-0,1049	-0,0712	-0,0344	-0,0428	0,0700	-0,1029	0,2362	0,3867	-0,2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Wodociągi Kieleckie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	56 707 992,48	56 931 007,95	54 994 582,76	55 951 075,83	55 588 074,78	57 517 808,84	61 208 644,43	69 327 511,45	78 058 423,22	116 440 590,13
Koszt działalności operacyjnej	54 069 002,49	52 468 065,74	53 907 878,51	54 839 052,66	54 269 384,51	56 312 821,71	59 722 521,90	63 321 660,42	66 000 448,91	104 984 065,03
Wynik (działalności operacyjnej)	2 638 989,99	4 462 942,21	1 086 704,25	1 112 023,17	1 318 690,27	1 204 987,13	1 486 122,53	6 005 851,03	12 057 974,31	11 456 525,10
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	738 917,20	1 204 994,40	206 473,81	211 284,40	250 551,15	228 947,55	282 363,28	1 141 111,70	2 291 015,12	2 176 739,77
Wynik na działalności netto	1 900 072,79	3 257 947,81	880 230,44	900 738,77	1 068 139,12	976 039,58	1 203 759,25	4 864 739,33	9 766 959,19	9 279 785,33
Amortyzacja bilansowa	7 425 030,61	7 694 919,45	8 225 186,71	8 089 779,68	8 055 910,28	7 917 642,01	7 546 160,56	7 041 253,80	6 200 750,62	6 456 251,99
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-1 585 914,19	-4 707 956,06	-3 398 073,32	-4 377 616,18	-4 180 288,00	-5 049 279,40	-20 601 509,65	-6 588 300,98	-3 768 264,00	-32 876 907,60
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	12 978 181,59	-2 044 905,11	10 745 420,92	13 619 953,36	-2 033 277,90	12 152 354,38	14 113 666,47	22 027 030,42	44 619 383,06	74 070 862,53
Nakłady inwestycyjne brutto	8 019 543,41	15 326 774,36	10 381 921,47	7 558 400,90	3 762 938,39	5 316 004,67	4 613 213,77	35 277 165,82	180 271 371,96	38 232 616,41
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	12 697 827,39	-11 126 768,27	6 070 843,28	10 674 454,73	-852 454,89	10 680 751,90	-2 351 137,14	-7 932 443,25	-123 452 543,09	18 697 375,84
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	80 708 291,44	85 303 915,22	87 072 934,51	88 926 411,10	90 356 912,18	93 510 039,22	97 381 089,42	104 259 860,02	118 369 596,01	158 423 312,77
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	485 826,35	162 967,32	142 337,26	163 769,90	345 092,06	276 124,87	367 540,35	20 423 312,73	141 211 991,83	169 266 195,24
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	81 194 117,79	85 466 882,54	87 215 271,77	89 090 181,00	90 702 004,24	93 786 164,09	97 748 629,77	124 683 172,75	259 581 587,84	327 689 508,01
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,40%	99,81%	99,84%	99,82%	99,62%	99,71%	99,62%	83,62%	45,60%	48,35%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	0,60%	0,19%	0,16%	0,18%	0,38%	0,29%	0,38%	16,38%	54,40%	51,65%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,57%	9,82%	5,59%	6,73%	8,20%	5,47%	5,28%	3,42%	3,78%	2,04%
Koszt kapitału	8 583 491,50	8 394 397,86	4 876 795,72	5 998 834,05	7 440 425,59	5 128 023,39	5 161 993,44	4 264 060,08	9 818 711,89	6 696 883,74
Ekonomiczna wartość dodana EVA	4 114 335,89	-19 521 166,12	1 194 047,57	4 675 620,68	-8 292 880,48	5 552 728,50	-7 513 130,58	-12 196 503,32	-133 271 254,98	12 000 492,10
Współczynnik EVA	0,0507	-0,2284	0,0137	0,0525	-0,0914	0,0592	-0,0769	-0,0978	-0,5134	0,0366

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gliwicach [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	66 815 096,85	69 055 308,49	66 968 284,91	66 761 189,45	70 993 958,58	75 410 213,55	75 191 171,11	84 164 797,81	90 500 860,03	90 523 564,85
Koszt działalności operacyjnej	64 443 403,73	66 926 895,56	63 134 809,73	61 501 356,48	64 893 032,52	66 028 416,12	67 827 485,18	73 071 252,48	79 623 911,64	81 708 839,01
Wynik (działalności operacyjnej)	2 371 693,12	2 128 412,93	3 833 475,18	5 259 832,97	6 100 926,06	9 381 797,43	7 363 685,93	11 093 545,33	10 876 948,39	8 814 725,84
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	664 074,07	574 671,49	728 360,28	999 368,26	1 159 175,95	1 782 541,51	1 399 100,33	2 107 773,61	2 066 620,19	1 674 797,91
Wynik na działalności netto	1 707 619,05	1 553 741,44	3 105 114,90	4 260 464,71	4 941 750,11	7 599 255,92	5 964 585,60	8 985 771,72	8 810 328,20	7 139 927,93
Amortyzacja bilansowa	10 305 926,85	13 137 654,43	14 445 451,92	14 213 086,32	13 986 985,26	14 010 224,98	15 599 112,69	18 907 778,97	20 758 992,66	21 848 800,17
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-6 157 208,92	-678 847,62	-2 219 504,58	-1 428 236,72	-11 700 736,71	-14 305 609,03	-9 523 661,70	-10 760 017,78	-8 303 942,22	-9 038 083,86
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	36 673 197,29	42 560 734,69	-1 249 084,40	42 117 381,21	69 796 849,73	115 459 685,64	153 494 804,40	-35 354 577,07	-22 668 130,09	57 177 227,21
Nakłady inwestycyjne brutto	5 425 766,25	7 247 417,15	21 552 666,49	23 593 048,27	29 309 810,82	64 905 626,82	53 623 494,48	55 924 887,48	31 238 043,81	14 297 439,49
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	37 103 768,02	49 325 865,79	-7 470 688,65	35 569 647,25	47 715 037,57	57 857 930,69	111 911 346,51	-74 145 931,64	-32 640 795,26	62 830 431,96
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	100 363 093,21	100 569 360,81	112 979 047,24	119 752 922,10	126 004 091,78	153 342 768,89	175 367 741,15	238 273 378,46	268 846 576,96	277 147 071,64
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	53 038 660,40	46 295 660,40	50 177 511,81	53 832 819,51	53 063 262,06	61 181 200,00	64 347 745,89	62 542 053,20	54 837 101,16	45 109 350,94
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	153 401 753,61	146 865 021,21	163 156 559,05	173 585 741,61	179 067 353,84	214 523 968,89	239 715 487,04	300 815 431,66	323 683 678,12	322 256 422,58
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	65,42%	68,48%	69,25%	68,99%	70,37%	71,48%	73,16%	79,21%	83,06%	86,00%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	34,58%	31,52%	30,75%	31,01%	29,63%	28,52%	26,84%	20,79%	16,94%	14,00%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	9,04%	8,25%	5,12%	5,89%	7,08%	4,95%	4,79%	3,37%	4,40%	2,15%
Koszt kapitału	13 860 027,40	12 123 616,72	8 350 502,90	10 217 739,08	12 669 820,99	10 621 557,58	11 474 199,81	10 138 637,02	14 240 047,65	6 920 232,18
Ekonomiczna wartość dodana EVA	23 243 740,62	37 202 249,07	-15 821 191,55	25 351 908,16	35 045 216,58	47 236 373,10	100 437 146,70	-84 284 568,66	-46 880 842,91	55 910 199,78
Współczynnik EVA	0,1515	0,2533	-0,0970	0,1460	0,1957	0,2202	0,4190	-0,2802	-0,1448	0,1735

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Zabrzezańskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	54 476 242,46	54 135 731,03	52 624 010,34	51 133 620,85	52 420 171,41	50 588 742,57	56 514 804,34	63 045 033,57	68 612 063,14	77 390 104,27
Koszt działalności operacyjnej	53 743 355,04	53 182 804,21	51 564 553,02	49 617 407,61	49 869 263,71	50 731 709,28	54 707 880,82	61 909 318,93	67 879 192,35	69 921 980,26
Wynik (działalności operacyjnej)	732 887,42	952 926,82	1 059 457,32	1 516 213,24	2 550 907,70	-142 966,71	1 806 923,52	1 135 714,64	732 870,79	7 468 124,01
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	205 208,48	257 290,24	201 296,89	288 080,52	484 672,46	-27 163,67	343 315,47	215 785,78	139 245,45	1 418 943,56
Wynik na działalności netto	527 678,94	695 636,58	858 160,43	1 228 132,72	2 066 235,24	-115 803,04	1 463 608,05	919 928,86	593 625,34	6 049 180,45
Amortyzacja bilansowa	9 914 514,03	10 378 456,89	10 803 279,78	9 996 811,07	9 889 068,70	9 271 946,68	9 262 698,97	9 246 661,16	12 461 908,22	16 501 690,95
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-1 580 160,64	-1 278 633,45	-383 953,49	-5 759 243,50	-5 312 868,64	-63 205,80	-2 461 726,93	-21 583 806,12	-11 985 820,75	-63 407,93
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-2 300 040,04	-1 715 604,68	-149 717,09	-824 236,44	10 360 329,92	15 701 197,10	41 932 490,66	143 737 462,50	-86 024 307,98	56 786 281,44
Nakłady inwestycyjne brutto	5 304 085,44	6 071 181,05	6 556 695,08	1 731 350,89	4 936 953,43	5 964 198,07	113 477 934,93	142 143 245,60	45 776 206,25	8 689 677,68
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	1 257 906,85	2 008 674,29	4 571 074,55	2 910 112,96	12 065 811,79	18 829 936,87	-63 280 864,18	-9 822 999,20	-130 730 801,42	70 584 067,23
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	56 325 813,46	58 666 689,25	60 718 821,11	71 122 583,28	72 507 682,46	72 347 899,17	76 355 203,56	88 488 514,00	164 639 307,07	212 647 387,91
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	108 762,00	90 635,00	72 508,00	54 381,00	36 254,00	18 127,00	178 665 135,61	177 284 152,25	198 276 562,72	148 041 103,13
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	56 434 575,46	58 757 324,25	60 791 329,11	71 176 964,28	72 543 936,46	72 366 026,17	255 020 339,17	265 772 666,25	362 915 869,79	360 688 491,04
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,81%	99,85%	99,88%	99,92%	99,95%	99,97%	29,94%	33,29%	45,37%	58,96%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	0,19%	0,15%	0,12%	0,08%	0,05%	0,03%	70,06%	66,71%	54,63%	41,04%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,59%	9,82%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	3,98%	2,85%	3,78%	2,07%
Koszt kapitału	5 976 371,34	5 772 105,17	3 399 667,79	4 794 759,43	5 960 133,80	3 960 384,41	10 148 557,72	7 587 194,93	13 713 334,26	7 476 728,15
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-4 718 464,49	-3 763 430,88	1 171 406,76	-1 884 646,46	6 105 677,98	14 869 552,46	-73 429 421,90	-17 410 194,13	-144 444 135,68	63 107 339,07
Współczynnik EVA	-0,0836	-0,0641	0,0193	-0,0265	0,0842	0,2055	-0,2879	-0,0655	-0,3980	0,1750

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	54 876 937,37	60 901 370,68	62 446 367,38	62 997 614,08	64 416 209,84	63 878 849,32	70 220 193,62	71 423 580,84	74 285 324,32	90 886 161,95
Koszt działalności operacyjnej	54 444 209,20	58 067 655,17	59 534 594,12	61 573 149,56	62 389 009,86	60 674 638,32	69 129 304,83	71 520 113,55	74 423 084,49	96 421 522,11
Wynik (działalności operacyjnej)	432 728,17	2 833 715,51	2 911 773,26	1 424 464,52	2 027 199,98	3 204 211,00	1 090 888,79	-96 532,71	-137 760,17	-5 535 360,16
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	121 163,89	765 103,19	553 236,92	270 648,26	385 168,00	608 800,09	207 268,87	-18 341,21	-26 174,43	-1 051 718,43
Wynik na działalności netto	311 564,28	2 068 612,32	2 358 536,34	1 153 816,26	1 642 031,98	2 595 410,91	883 619,92	-78 191,50	-111 585,74	-4 483 641,73
Amortyzacja bilansowa	5 635 669,50	6 078 138,74	9 848 385,82	12 758 171,83	13 221 941,99	14 070 604,41	14 572 688,55	15 080 711,77	19 707 072,31	32 524 814,91
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-493 594,87	-1 116 333,92	-5 040 003,75	-1 347 592,54	-998 982,46	-4 992 754,04	-23 186 349,08	-10 702 446,82	-2 779 183,71	-7 821 751,65
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	41 301 246,93	-1 981 727,17	-7 205 035,69	33 535 135,07	43 507 217,37	62 850 115,90	117 278 979,25	218 303 431,26	-70 880 476,58	-30 585 106,90
Nakłady inwestycyjne brutto	12 070 064,63	29 605 888,70	15 960 482,24	14 039 131,27	13 572 523,75	19 922 277,47	23 532 373,34	198 279 421,63	130 882 903,01	2 237 813,68
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	34 684 821,21	-24 557 198,73	-15 998 599,52	32 060 399,35	43 799 685,13	54 601 099,71	86 016 565,30	24 324 083,08	-184 947 076,73	-12 603 499,05
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	134 000 676,68	135 460 914,58	133 852 980,22	136 814 823,97	159 111 658,40	163 716 028,70	164 421 367,47	191 878 516,49	303 292 407,26	314 718 940,23
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	15 223 356,50	39 861 894,12	42 449 258,68	37 683 107,47	34 515 256,55	39 971 859,97	26 316 065,71	119 221 613,17	225 555 222,03	197 133 316,43
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	149 224 033,18	175 322 808,70	176 302 238,90	174 497 931,44	193 626 914,95	203 687 888,67	190 737 433,18	311 100 129,66	528 847 629,29	511 852 256,66
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	89,80%	77,26%	75,92%	78,40%	82,17%	80,38%	86,20%	61,68%	57,35%	61,49%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	10,20%	22,74%	24,08%	21,60%	17,83%	19,62%	13,80%	38,32%	42,65%	38,51%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,14%	8,69%	5,22%	6,15%	7,53%	5,11%	5,03%	3,17%	3,98%	2,08%
Koszt kapitału	15 127 284,90	15 243 146,95	9 205 541,22	10 722 999,74	14 581 334,57	10 416 642,37	9 594 550,80	9 872 774,90	21 027 003,09	10 645 896,74
Ekonomiczna wartość dodana EVA	19 557 536,31	-39 800 345,67	-25 204 140,74	21 337 399,61	29 218 350,57	44 184 457,34	76 422 014,50	14 451 308,18	-205 974 079,82	-23 249 395,79
Współczynnik EVA	0,1311	-0,2270	-0,1430	0,1223	0,1509	0,2169	0,4007	0,0465	-0,3895	-0,0454

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Olsztynie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	42 605 053,47	47 758 385,16	46 921 251,93	48 727 775,60	50 011 661,88	51 644 067,87	56 871 400,33	65 139 666,61	74 316 034,52	78 740 979,38
Koszt działalności operacyjnej	42 814 195,61	44 977 631,18	46 082 030,92	48 267 409,14	50 293 521,53	52 080 731,64	56 883 208,05	62 182 934,73	66 457 615,44	77 713 718,60
Wynik (działalności operacyjnej)	-209 142,14	2 780 753,98	839 221,01	460 366,46	-281 859,65	-436 663,77	-11 807,72	2 956 731,88	7 858 419,08	1 027 260,78
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-58 559,80	750 803,57	159 451,99	87 469,63	-53 553,33	-82 966,12	-2 243,47	561 779,06	1 493 099,63	195 179,55
Wynik na działalności netto	-150 582,34	2 029 950,41	679 769,02	372 896,83	-228 306,32	-353 697,65	-9 564,25	2 394 952,82	6 365 319,45	832 081,23
Amortyzacja bilansowa	6 529 893,71	6 885 496,86	7 136 357,52	10 322 566,91	11 629 288,97	11 934 488,75	11 925 610,46	12 034 134,24	12 527 020,02	17 017 931,79
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-4 754 429,62	-3 690 662,86	-4 687 515,33	-2 752 921,68	-1 747 813,61	-7 611 605,29	-9 484 061,57	-19 420 550,15	-2 232 736,72	-7 458 196,43
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	9 473 684,05	10 750 749,68	11 587 425,82	13 940 204,19	-2 733 016,22	13 644 939,71	-1 939 020,24	22 492 878,39	-4 017 202,82	38 856 427,26
Nakłady inwestycyjne brutto	3 100 289,54	6 063 921,02	12 283 712,48	10 918 058,89	12 517 851,57	6 033 560,69	27 109 725,66	66 436 860,67	107 160 225,84	12 229 849,57
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	7 998 276,26	9 911 613,07	2 432 324,55	10 964 687,36	-5 597 698,75	11 580 564,83	-26 616 761,26	-48 935 445,37	-94 517 825,91	37 018 394,28
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	91 957 582,21	96 173 825,63	98 282 228,86	133 571 347,37	133 577 573,00	133 100 766,42	133 790 834,19	139 222 808,20	150 222 149,02	151 501 810,57
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	0,00	82 894,44	190 001,00	609 005,00	571 337,63	1 207 458,91	289 319,28	58 607 483,38	127 147 212,20	114 745 186,50
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	91 957 582,21	96 256 720,07	98 472 229,86	134 180 352,37	134 148 910,63	134 308 225,33	134 080 153,47	197 830 291,58	277 369 361,22	266 246 997,07
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	100,00%	99,91%	99,81%	99,55%	99,57%	99,10%	99,78%	70,37%	54,16%	56,90%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	0,00%	0,09%	0,19%	0,45%	0,43%	0,90%	0,22%	29,63%	45,84%	43,10%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,60%	9,83%	5,59%	6,73%	8,20%	5,46%	5,28%	3,27%	3,92%	2,07%
Koszt kapitału	9 746 240,31	9 459 188,82	5 505 794,90	9 024 996,46	11 002 093,05	7 328 820,21	7 084 631,77	6 471 376,90	10 882 504,91	5 503 982,61
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-1 747 964,05	452 424,24	-3 073 470,35	1 939 690,90	-16 599 791,80	4 251 744,61	-33 701 393,03	-55 406 822,27	-105 400 330,82	31 514 411,67
Współczynnik EVA	-0,0190	0,0047	-0,0312	0,0145	-0,1237	0,0317	-0,2514	-0,2801	-0,3800	0,1184

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rzeszowie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej				47 030 472,51	46 875 863,44	51 850 878,53	53 658 212,51	65 524 801,31	69 522 696,68	72 882 525,25
Koszt działalności operacyjnej				44 578 126,00	44 739 786,02	47 165 224,49	51 992 638,98	61 766 953,87	67 804 583,90	70 285 113,25
Wynik (działalności operacyjnej)				2 452 346,51	2 136 077,42	4 685 654,04	1 665 573,53	3 757 847,44	1 718 112,78	2 597 412,00
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek				465 945,84	405 854,71	890 274,27	316 458,97	713 991,01	326 441,43	493 508,28
Wynik na działalności netto				1 986 400,67	1 730 222,71	3 795 379,77	1 349 114,56	3 043 856,43	1 391 671,35	2 103 903,72
Amortyzacja bilansowa				10 150 476,70	10 734 661,41	10 853 030,09	11 993 183,03	15 431 834,45	19 833 912,91	19 198 274,24
Zmiana stanu aktywów obrotowych				-21 168 228,54	-8 352 635,95	-3 822 660,99	-1 342 019,26	-20 631 622,75	-5 519 355,10	-7 013 580,92
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych				6 108 987,18	15 457 851,42	27 413 927,52	41 512 082,49	53 641 625,98	-9 232 364,77	-179 843,57
Nakłady inwestycyjne brutto				4 452 255,27	4 743 066,74	38 135 411,90	66 296 053,13	22 358 457,81	13 706 803,28	11 662 995,25
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)				-7 374 619,26	14 827 032,85	104 264,49	-12 783 692,31	29 127 236,30	-7 232 938,89	2 445 758,22
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego				136 410 321,84	147 564 226,79	159 457 287,79	180 733 392,71	191 816 214,44	198 927 721,09	211 521 013,69
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego				9 443 950,00	7 641 359,87	26 674 566,65	73 295 460,35	87 112 468,16	76 460 898,96	73 489 646,30
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany				145 854 271,84	155 205 586,66	186 131 854,44	254 028 853,06	278 928 682,60	275 388 620,05	285 010 659,99
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego				93,53%	95,08%	85,67%	71,15%	68,77%	72,24%	74,22%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku obrotowego				6,47%	4,92%	14,33%	28,85%	31,23%	27,76%	25,78%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych				5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych				2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej				3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego				6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego				4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej				3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału				6,56%	8,03%	5,21%	4,75%	3,25%	4,22%	2,11%
Koszt kapitału				9 568 858,96	12 459 940,30	9 699 130,57	12 063 973,27	9 073 943,62	11 624 532,57	6 027 836,82
Ekonomiczna wartość dodana EVA				-16 943 478,22	2 367 092,55	-9 594 866,08	-24 847 665,58	20 053 292,68	-18 857 471,46	-3 582 078,60
Współczynnik EVA				-0,1162	0,0153	-0,0515	-0,0978	0,0719	-0,0685	-0,0126

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rudzie Śląskiej [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	38 396 440,02	39 023 326,74	38 821 723,39	46 289 002,06	44 614 313,80	50 167 914,96	57 582 022,00	63 996 333,49	65 331 163,45	66 503 930,47
Koszt działalności operacyjnej	38 152 701,53	38 333 723,79	38 113 654,02	41 750 007,13	46 384 111,74	47 199 065,62	56 340 793,68	60 547 915,78	62 543 724,31	71 342 155,41
Wynik (działalności operacyjnej)	243 738,49	689 602,95	708 069,37	4 538 994,93	-1 769 797,94	2 968 849,34	1 241 228,32	3 448 417,71	2 787 439,14	-4 838 224,94
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	68 246,78	186 192,80	134 533,18	862 409,04	-336 261,61	564 081,37	235 833,38	655 199,36	529 613,44	-919 262,74
Wynik na działalności netto	175 491,71	503 410,15	573 536,19	3 676 585,89	-1 433 536,33	2 404 767,97	1 005 394,94	2 793 218,35	2 257 825,70	-3 918 962,20
Amortyzacja bilansowa	4 467 881,39	4 716 018,09	5 534 780,08	5 409 129,19	5 049 456,84	5 005 222,85	5 077 453,75	5 193 763,07	5 309 546,40	5 054 113,01
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-1 898 129,80	-1 930 473,29	-204 938,94	-4 278 700,96	-2 171 593,90	-4 018 045,67	-54 102,72	-477 162,43	-3 890 627,64	-2 071 999,54
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	15 718 757,67	-671 643,54	-883 360,76	14 738 643,46	-1 203 521,38	15 973 052,42	-588 206,40	-920 328,47	16 587 221,23	-606 844,03
Nakłady inwestycyjne brutto	4 915 862,20	3 879 408,87	3 506 942,91	4 133 846,00	2 897 260,58	6 769 026,89	7 164 581,63	6 289 028,32	4 155 317,25	3 942 417,55
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	13 548 138,77	-1 262 097,46	1 513 073,66	15 411 811,58	-2 656 455,35	12 595 970,68	-1 724 042,06	300 462,20	16 108 648,44	-5 486 110,31
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	57 064 474,10	58 603 909,27	60 644 451,83	66 097 661,08	66 574 640,41	70 112 703,51	68 851 063,61	75 326 275,37	75 008 466,51	74 524 494,33
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	7 084 269,72	7 154 173,21	5 686 978,41	5 081 759,32	4 209 873,28	1 023 148,45	1 085 458,56	963 978,76	1 325 130,19	908 077,82
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	64 148 743,82	65 758 082,48	66 331 430,24	71 179 420,40	70 784 513,69	71 135 851,96	69 936 522,17	76 290 254,13	76 333 596,70	75 432 572,15
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	88,96%	89,12%	91,43%	92,86%	94,05%	98,56%	98,45%	98,74%	98,26%	98,80%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	11,04%	10,88%	8,57%	7,14%	5,95%	1,44%	1,55%	1,26%	1,74%	1,20%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,10%	9,29%	5,46%	6,54%	7,99%	5,45%	5,26%	3,59%	4,65%	2,18%
Koszt kapitału	6 478 529,13	6 107 134,18	3 622 673,77	4 656 772,97	5 654 652,49	3 874 661,52	3 677 907,24	2 738 572,13	3 549 340,39	1 646 455,25
Ekonomiczna wartość dodana EVA	7 069 609,64	-7 369 231,64	-2 109 600,11	10 755 038,61	-8 311 107,84	8 721 309,16	-5 401 949,30	-2 438 109,93	12 559 308,05	-7 132 565,56
Współczynnik EVA	0,1102	-0,1121	-0,0318	0,1511	-0,1174	0,1226	-0,0772	-0,0320	0,1645	-0,0946

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Rybniku [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	37 552 552,09	40 057 215,01	41 344 327,47	41 792 980,90	43 779 040,44	49 928 904,63	51 224 512,71	55 582 708,71	66 519 372,27	72 683 103,02
Koszt działalności operacyjnej	36 591 088,84	39 129 673,57	40 583 077,21	40 900 836,87	42 551 491,48	47 327 412,16	48 848 224,49	53 285 226,13	64 468 066,65	71 707 674,05
Wynik (działalności operacyjnej)	961 463,25	927 541,44	761 250,26	892 144,03	1 227 548,96	2 601 492,47	2 376 288,22	2 297 482,58	2 051 305,62	975 428,97
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	269 209,71	250 436,19	144 637,55	169 507,37	233 234,30	494 283,57	451 494,76	436 521,69	389 748,07	185 331,50
Wynik na działalności netto	692 253,54	677 105,25	616 612,71	722 636,66	994 314,66	2 107 208,90	1 924 793,46	1 860 960,89	1 661 557,55	790 097,47
Amortyzacja bilansowa	4 817 064,47	5 240 026,25	6 044 092,65	6 739 433,82	9 765 432,24	10 220 833,54	10 286 887,22	10 627 078,96	14 498 768,28	26 113 381,56
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-1 147 800,97	-3 266 883,72	-426 248,01	-3 909 115,58	-1 110 211,93	-3 168 567,72	-1 774 736,37	-3 075 040,16	-433 795,94	-8 200 070,92
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	7 191 638,76	8 738 022,31	13 113 715,11	17 861 627,71	-3 644 845,31	15 134 599,73	18 460 115,34	-636 721,67	24 891 195,55	-2 573 537,40
Nakłady inwestycyjne brutto	3 895 005,55	8 994 450,46	25 839 495,60	26 319 601,83	5 166 034,59	6 485 557,35	6 100 691,52	5 249 879,68	17 305 412,08	11 855 379,74
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	7 658 150,25	2 393 819,63	-6 491 323,14	-4 905 019,22	838 655,07	17 808 517,10	22 796 368,11	3 526 398,34	23 312 313,36	4 274 490,97
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	70 453 810,36	90 180 476,38	90 957 670,50	123 914 439,30	124 364 235,29	124 317 394,99	125 271 775,61	141 693 471,78	601 824 257,80	615 102 607,98
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	404 745,01	6 203 627,21	20 122 163,11	39 974 802,70	38 078 938,15	36 330 448,32	32 373 928,64	28 479 502,82	24 331 930,18	19 906 557,99
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	70 858 555,37	96 384 103,59	111 079 833,61	163 889 242,00	162 443 173,44	160 647 843,31	157 645 704,25	170 172 974,60	626 156 187,98	635 009 165,97
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,43%	93,56%	81,88%	75,61%	76,56%	77,39%	79,46%	83,26%	96,11%	96,87%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	0,57%	6,44%	18,12%	24,39%	23,44%	22,61%	20,54%	16,74%	3,89%	3,13%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,57%	9,51%	5,31%	6,07%	7,31%	5,06%	4,90%	3,42%	4,61%	2,18%
Koszt kapitału	7 491 730,45	9 165 621,05	5 902 516,86	9 945 158,48	11 881 328,57	8 127 630,37	7 731 556,29	5 812 980,38	28 893 162,51	13 826 459,77
Ekonomiczna wartość dodana EVA	166 419,80	-6 771 801,42	-12 393 840,00	-14 850 177,70	-11 042 673,51	9 680 886,73	15 064 811,82	-2 286 582,04	-5 580 849,14	-9 551 968,80
Współczynnik EVA	0,0023	-0,0703	-0,1116	-0,0906	-0,0680	0,0603	0,0956	-0,0134	-0,0089	-0,0150

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Rejonowe Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Tychach [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej			76 903 609,79	95 713 036,75	92 117 577,99	95 600 893,37	104 528 611,32	110 213 617,84	100 499 270,82	88 482 788,08
Koszt działalności operacyjnej			80 597 870,39	95 246 478,69	89 880 684,65	90 309 203,96	99 751 575,84	107 635 707,28	98 982 070,72	85 314 629,00
Wynik (działalności operacyjnej)			-3 694 260,60	466 558,06	2 236 893,34	5 291 689,41	4 777 035,48	2 577 910,56	1 517 200,10	3 168 159,08
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek			-701 909,51	88 646,03	425 009,73	1 005 420,99	907 636,74	489 803,01	288 268,02	601 950,23
Wynik na działalności netto			-2 992 351,09	377 912,03	1 811 883,61	4 286 268,42	3 869 398,74	2 088 107,55	1 228 932,08	2 566 208,85
Amortyzacja bilansowa			7 582 175,03	9 879 491,87	9 132 776,41	9 460 378,72	9 961 624,53	10 115 405,86	10 189 879,72	10 247 860,42
Zmiana stanu aktywów obrotowych			-17 319 991,25	-1 248 110,79	-567 169,66	-4 896 793,82	-2 732 700,42	-250 475,30	-356 335,06	-512 662,72
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych			11 140 930,81	24 209 470,91	-3 423 051,40	20 870 869,62	22 556 067,30	-234 613,65	-964 431,30	22 278 947,87
Nakłady inwestycyjne brutto			14 965 158,99	13 255 366,89	8 605 129,60	8 018 503,32	16 405 169,47	17 631 272,86	8 593 560,83	13 382 588,61
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)			-16 554 395,49	19 963 397,13	-1 650 690,64	21 702 219,62	17 249 220,68	-5 912 848,40	1 504 484,61	21 197 765,81
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego			94 417 460,73	94 479 438,83	97 129 738,09	100 406 696,89	104 915 166,99	105 767 149,66	107 241 876,98	109 933 858,99
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego			0,00	0,00	0,00	933 329,39	847 614,99	6 137 923,73	5 276 018,05	4 131 480,26
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany			94 417 460,73	94 479 438,83	97 129 738,09	101 340 026,28	105 762 781,98	111 905 073,39	112 517 895,03	114 065 339,25
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego			100,00%	100,00%	100,00%	99,08%	99,20%	94,52%	95,31%	96,38%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku obrotowego			0,00%	0,00%	0,00%	0,92%	0,80%	5,48%	4,69%	3,62%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych			6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych			3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej			2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego			5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego			5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej			4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału			5,59%	6,74%	8,22%	5,46%	5,27%	3,54%	4,60%	2,18%
Koszt kapitału			5 281 904,32	6 366 489,12	7 981 948,77	5 529 431,36	5 576 808,73	3 963 978,89	5 177 110,49	2 482 086,16
Ekonomiczna wartość dodana EVA			-21 836 299,81	13 596 908,01	-9 632 639,42	16 172 788,26	11 672 411,95	-9 876 827,29	-3 672 625,88	18 715 679,66
Współczynnik EVA			-0,2313	0,1439	-0,0992	0,1596	0,1104	-0,0883	-0,0326	0,1641

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Dąbrowie Górniczej [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	33 830 259,29	34 571 243,40	38 671 643,75	40 715 092,26	42 244 664,49	50 130 711,56	47 487 985,08	48 197 985,74	51 338 937,32	55 807 435,70
Koszt działalności operacyjnej	32 601 915,34	33 809 045,82	32 866 533,94	33 144 950,57	34 378 426,24	37 573 509,57	39 983 255,89	40 515 702,83	43 239 784,54	47 760 988,90
Wynik (działalności operacyjnej)	1 228 343,95	762 197,58	5 805 109,81	7 570 141,69	7 866 238,25	12 557 201,99	7 504 729,19	7 682 282,91	8 099 152,78	8 046 446,80
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	343 936,31	205 793,35	1 102 970,86	1 438 326,92	1 494 585,27	2 385 868,38	1 425 898,55	1 459 633,75	1 538 839,03	1 528 824,89
Wynik na działalności netto	884 407,64	556 404,23	4 702 138,95	6 131 814,77	6 371 652,98	10 171 333,61	6 078 830,64	6 222 649,16	6 560 313,75	6 517 621,91
Amortyzacja bilansowa	6 332 512,81	4 579 707,21	4 592 168,13	5 144 454,49	5 662 540,57	6 090 384,49	6 521 822,90	6 714 762,90	6 785 451,49	9 906 248,38
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-3 215 105,91	-1 551 241,94	-4 571 623,25	-1 119 791,17	-2 743 691,91	-12 079 620,68	-15 635 860,75	-1 596 273,99	-2 941 414,63	-1 942 087,11
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-67 805 362,74	8 184 249,09	9 988 282,18	12 544 584,21	-783 720,39	27 026 354,99	-14 021 944,30	-876 240,01	13 918 893,61	19 725 240,09
Nakłady inwestycyjne brutto	3 589 765,25	3 841 784,00	4 961 777,33	7 476 575,85	4 704 863,76	6 587 541,76	9 097 002,11	5 106 428,18	6 825 520,50	12 166 476,53
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-67 393 313,45	7 927 334,59	9 749 188,68	15 224 486,45	3 801 917,49	24 620 910,65	-26 154 153,62	5 358 469,88	17 497 723,72	22 040 546,74
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	121 763 805,37	121 575 818,68	126 448 935,40	128 203 214,29	127 318 269,88	131 804 096,66	130 680 745,83	130 575 512,77	131 342 690,98	131 373 178,38
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5 044 929,76
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	121 763 805,37	121 575 818,68	126 448 935,40	128 203 214,29	127 318 269,88	131 804 096,66	130 680 745,83	130 575 512,77	131 342 690,98	136 418 108,14
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	96,30%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,70%
Średnioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Średnia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Średnia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,18%
Koszt kapitału	12 905 290,46	11 952 543,28	7 073 810,01	8 638 962,92	10 462 788,51	7 213 863,24	6 910 277,44	4 705 764,86	6 144 687,30	2 968 201,09
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-80 298 603,91	-4 025 208,69	2 675 378,67	6 585 523,53	-6 660 871,02	17 407 047,41	-33 064 431,06	652 705,02	11 353 036,42	19 072 345,65
Współczynnik EVA	-0,6595	-0,0331	0,0212	0,0514	-0,0523	0,1321	-0,2530	0,0050	0,0900	0,1398

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej		28 924 036,49	22 955 724,09	26 168 347,92	28 193 012,70	22 671 689,20	23 334 591,59	23 798 229,39	26 295 606,70	24 987 980,14
Koszt działalności operacyjnej		27 520 966,42	21 016 172,98	24 666 065,40	26 899 976,40	28 813 667,16	22 226 875,28	21 626 972,54	37 377 816,64	21 870 637,49
Wynik (działalności operacyjnej)		1 403 070,07	1 939 551,11	1 502 282,52	1 293 036,30	-6 141 977,96	1 107 716,31	2 171 256,85	-11 082 209,94	3 117 342,65
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek		378 828,92	368 514,71	285 433,68	245 676,90	-1 166 975,81	210 466,10	412 538,80	-2 105 619,89	592 295,10
Wynik na działalności netto		1 024 241,15	1 571 036,40	1 216 848,84	1 047 359,40	-4 975 002,15	897 250,21	1 758 718,05	-8 976 590,05	2 525 047,55
Amortyzacja bilansowa		5 421 587,76	5 544 420,83	5 855 875,88	6 082 862,61	6 465 675,83	6 872 864,39	6 909 536,24	6 946 346,05	5 462 088,64
Zmiana stanu aktywów obrotowych		-17 865 667,36	-1 925 257,36	-3 805 680,36	-907 311,95	-11 564 189,75	-7 241 136,02	-11 321 572,88	-8 973 991,42	-8 589 788,68
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych		3 688 766,73	-2 010 946,59	4 338 813,32	7 977 470,05	-2 100 482,67	-1 132 755,21	5 716 092,22	-1 019 334,13	5 488 057,53
Nakłady inwestycyjne brutto		16 759 796,16	230 982,92	3 895 599,95	4 042 113,97	12 358 502,47	1 645 953,29	84 531,25	81 997,74	1 589 653,09
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)		-24 490 867,88	2 948 270,36	3 710 257,73	10 158 266,14	-24 532 501,21	-2 249 729,92	2 978 242,38	-12 105 567,29	3 295 751,95
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego		109 728 090,45	110 534 972,91	111 426 855,67	111 770 720,13	104 738 635,38	100 987 770,80	103 840 117,12	97 408 608,14	101 647 079,98
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego		0,00	0,00	319 848,44	217 014,55	257 776,88	110 991,04	0,00	0,00	0,00
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany		109 728 090,45	110 534 972,91	111 746 704,11	111 987 734,68	104 996 412,26	101 098 761,84	103 840 117,12	97 408 608,14	101 647 079,98
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego		100,00%	100,00%	99,71%	99,81%	99,75%	99,89%	100,00%	100,00%	100,00%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego		0,00%	0,00%	0,29%	0,19%	0,25%	0,11%	0,00%	0,00%	0,00%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych		5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych		4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej		5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego		9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego		6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej		4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału		9,83%	5,59%	6,73%	8,21%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Koszt kapitału		10 787 751,75	6 183 550,66	7 521 252,94	9 194 586,44	5 741 915,21	5 343 936,56	3 742 257,36	4 557 127,87	2 222 007,12
Ekonomiczna wartość dodana EVA		-35 278 619,63	-3 235 280,30	-3 810 995,21	963 679,71	-30 274 416,42	-7 593 666,48	-764 014,98	-16 662 695,16	1 073 744,83
Współczynnik EVA		-0,3200	-0,0293	-0,0341	0,0086	-0,2883	-0,0751	-0,0074	-0,1711	0,0106

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Wodociągi Płockie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	28 469 662,38	28 383 280,62	30 250 134,06	30 520 861,30	31 521 132,96	32 016 420,74	35 892 721,95	39 567 640,96	41 282 309,81	50 625 778,92
Koszt działalności operacyjnej	29 055 288,15	32 425 269,54	33 240 707,23	29 946 770,70	30 550 083,56	32 200 740,04	35 541 212,36	38 845 365,83	40 765 447,63	670 934,47
Wynik (działalności operacyjnej)	-585 625,77	-4 041 988,92	-2 990 573,17	574 090,60	971 049,40	-184 319,30	351 509,59	722 275,13	516 862,18	49 954 844,45
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-163 975,22	-1 091 337,01	-568 208,90	109 077,21	184 499,39	-35 020,67	66 786,82	137 232,27	98 203,81	9 491 420,45
Wynik na działalności netto	-421 650,55	-2 950 651,91	-2 422 364,27	465 013,39	786 550,01	-149 298,63	284 722,77	585 042,86	418 658,37	40 463 424,00
Amortyzacja bilansowa	5 745 606,28	5 951 717,11	6 108 905,26	6 596 931,84	6 491 077,11	6 931 201,03	7 039 653,93	7 107 252,31	7 335 780,67	9 216 450,42
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-1 456 789,34	-2 239 297,93	-3 080 017,04	-2 869 004,94	-355 896,92	-471 214,18	-3 599 192,28	-5 519 635,96	-3 977 200,57	-17 956 922,39
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	8 412 801,93	11 716 053,09	19 288 152,01	-7 869 176,15	11 496 449,05	-1 545 668,28	13 767 465,95	18 702 417,16	22 079 519,15	35 877 813,62
Nakłady inwestycyjne brutto	8 873 340,10	2 256 842,47	3 734 788,45	4 876 445,52	8 261 529,89	9 604 591,27	13 578 255,46	15 504 469,61	26 537 291,18	17 273 704,68
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	3 406 628,22	10 220 977,89	16 159 887,51	-8 552 681,38	10 156 649,36	-4 839 571,33	3 914 394,91	5 370 606,76	-680 533,56	50 327 060,97
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	88 879 021,93	82 153 126,16	85 446 555,70	97 213 842,14	99 857 447,70	104 385 316,26	118 995 327,68	130 648 830,77	131 301 544,12	143 036 898,09
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	4 039 126,83	10 485 085,04	13 452 477,47	12 675 553,38	11 912 263,84	11 629 719,75	12 441 860,29	14 120 597,71	14 314 133,89	3 927 259,64
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	92 918 148,76	92 638 211,20	98 899 033,17	109 889 395,52	111 769 711,54	116 015 036,01	131 437 187,97	144 769 428,48	145 615 678,01	146 964 157,73
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	95,65%	88,68%	86,40%	88,47%	89,34%	89,98%	90,53%	90,25%	90,17%	97,33%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	4,35%	11,32%	13,60%	11,53%	10,66%	10,02%	9,47%	9,75%	9,83%	2,67%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,40%	9,27%	5,38%	6,42%	7,81%	5,29%	5,11%	3,49%	4,52%	2,18%
Koszt kapitału	9 665 394,60	8 583 238,17	5 324 352,63	7 056 564,55	8 725 812,03	6 136 860,10	6 717 917,90	5 058 720,75	6 576 706,57	3 201 817,69
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-6 258 766,39	1 637 739,72	10 835 534,88	-15 609 245,94	1 430 837,33	-10 976 431,44	-2 803 523,00	311 886,01	-7 257 240,13	47 125 243,28
Współczynnik EVA	-0,0674	0,0177	0,1096	-0,1420	0,0128	-0,0946	-0,0213	0,0022	-0,0498	0,3207

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Wodociągi i Kanalizacja w Opolu [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	35 390 770,57	39 694 566,15	35 673 538,11	37 649 018,99	37 843 756,95	37 001 347,86	40 777 256,23	46 128 508,55	48 197 013,73	51 263 554,14
Koszt działalności operacyjnej	33 491 401,62	37 522 158,12	34 604 022,21	35 100 823,22	35 820 097,59	36 064 470,84	39 869 306,88	45 111 694,85	47 499 938,49	49 999 575,81
Wynik (działalności operacyjnej)	1 899 368,95	2 172 408,03	1 069 515,90	2 548 195,77	2 023 659,36	936 877,02	907 949,35	1 016 813,70	697 075,24	1 263 978,33
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	531 823,31	586 550,17	203 208,02	484 157,20	384 495,28	178 006,63	172 510,38	193 194,60	132 444,30	240 155,88
Wynik na działalności netto	1 367 545,64	1 585 857,86	866 307,88	2 064 038,57	1 639 164,08	758 870,39	735 438,97	823 619,10	564 630,94	1 023 822,45
Amortyzacja bilansowa	8 842 272,53	9 741 309,91	10 523 956,11	10 178 961,71	10 085 835,40	10 110 177,41	10 314 078,04	12 276 778,27	13 013 962,13	12 611 633,74
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-2 174 856,86	-661 045,74	-1 498 117,58	-1 376 031,50	-598 948,82	-2 858 982,35	-1 079 158,66	-11 074 077,48	-10 580 593,63	-11 759 009,83
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-1 868 882,44	33 814 941,23	-10 704 606,19	-185 313,14	22 108 815,69	-1 872 210,08	19 953 442,45	-2 429 889,41	-783 320,63	-475 042,15
Nakłady inwestycyjne brutto	15 476 116,45	1 859 924,89	3 872 857,74	2 890 329,60	5 577 580,87	6 734 592,06	5 985 622,15	8 557 997,68	7 349 237,86	11 300 418,12
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-9 310 037,58	42 621 138,37	-4 685 317,52	7 791 326,04	27 657 285,48	-596 736,69	23 938 178,65	-8 961 567,20	-5 134 559,05	-9 899 013,91
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	84 236 592,15	97 971 862,43	108 513 527,32	109 728 093,55	111 542 651,45	113 615 695,05	115 720 812,82	285 738 260,42	293 058 156,43	301 167 345,09
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	41 407 146,08	34 114 616,64	28 449 762,77	23 055 968,12	17 500 378,94	11 973 145,76	7 139 678,93	3 353 439,81	1 300 000,00	751 777,40
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	125 643 738,23	132 086 479,07	136 963 290,09	132 784 061,67	129 043 030,39	125 588 840,81	122 860 491,75	289 091 700,23	294 358 156,43	301 919 122,49
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	67,04%	74,17%	79,23%	82,64%	86,44%	90,47%	94,19%	98,84%	99,56%	99,75%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	32,96%	25,83%	20,77%	17,36%	13,56%	9,53%	5,81%	1,16%	0,44%	0,25%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	9,11%	8,54%	5,27%	6,26%	7,70%	5,30%	5,18%	3,59%	4,67%	2,19%
Koszt kapitału	11 444 045,57	11 279 847,58	7 221 569,03	8 314 066,74	9 929 877,99	6 654 565,59	6 363 411,65	10 380 814,87	13 749 733,63	6 597 886,27
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-20 754 083,15	31 341 290,79	-11 906 886,55	-522 740,70	17 727 407,49	-7 251 302,28	17 574 767,00	-19 342 382,07	-18 884 292,68	-16 496 900,19
Współczynnik EVA	-0,1652	0,2373	-0,0869	-0,0039	0,1374	-0,0577	0,1430	-0,0669	-0,0642	-0,0546

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	34 872 695,44	35 142 836,63	37 177 486,38	37 078 381,31	39 483 926,22	38 991 654,56	41 612 473,54	44 154 025,75	48 260 259,12	53 458 144,17
Koszt działalności operacyjnej	32 765 468,29	33 590 475,03	36 072 169,52	35 799 792,98	37 891 305,69	37 274 361,02	40 581 522,27	42 785 174,71	46 838 781,09	51 762 236,52
Wynik (działalności operacyjnej)	2 107 227,15	1 552 361,60	1 105 316,86	1 278 588,33	1 592 620,53	1 717 293,54	1 030 951,27	1 368 851,04	1 421 478,03	1 695 907,65
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	590 023,60	419 137,63	210 010,20	242 931,78	302 597,90	326 285,77	195 880,74	260 081,70	270 080,83	322 222,45
Wynik na działalności netto	1 517 203,55	1 133 223,97	895 306,66	1 035 656,55	1 290 022,63	1 391 007,77	835 070,53	1 108 769,34	1 151 397,20	1 373 685,20
Amortyzacja bilansowa	5 854 751,47	6 073 957,40	6 306 814,17	6 120 840,60	5 890 989,89	6 320 449,30	6 637 500,76	7 597 820,02	9 358 139,05	11 990 417,95
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-6 684 979,81	-2 458 086,68	-252 546,53	-1 954 069,61	-484 419,56	-1 386 661,16	-1 066 546,76	-87 527,36	-484 576,65	-2 741 653,84
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	10 112 236,27	13 776 555,63	-3 523 425,88	9 160 613,92	11 128 816,27	16 651 383,08	-1 506 384,74	21 921 808,31	-6 641 934,69	26 571 344,18
Nakłady inwestycyjne brutto	3 730 707,74	6 346 521,65	7 296 968,98	13 172 917,05	18 557 506,37	12 664 757,15	20 633 691,36	38 205 113,50	16 752 156,85	5 733 764,25
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	7 068 503,74	12 179 128,67	-3 870 820,56	1 190 124,41	-732 097,14	10 311 421,84	-15 734 051,57	-7 664 243,19	-13 369 131,94	31 460 029,24
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	65 356 745,71	65 185 970,35	79 981 895,28	82 273 656,88	84 054 480,31	86 710 494,78	88 553 902,92	115 681 791,07	115 949 500,24	126 641 605,94
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	7 270 669,86	6 407 535,90	6 857 030,37	8 306 814,75	13 851 554,90	13 000 606,10	19 331 508,32	33 346 290,56	46 088 805,48	43 865 523,10
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	72 627 415,57	71 593 506,25	86 838 925,65	90 580 471,63	97 906 035,21	99 711 100,88	107 885 411,24	149 028 081,63	162 038 305,72	170 507 129,04
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	89,99%	91,05%	92,10%	90,83%	85,85%	86,96%	82,08%	77,62%	71,56%	74,27%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	10,01%	8,95%	7,90%	9,17%	14,15%	13,04%	17,92%	22,38%	28,44%	25,73%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,15%	9,38%	5,47%	6,49%	7,67%	5,23%	4,95%	3,35%	4,21%	2,12%
Koszt kapitału	7 368 722,68	6 718 173,60	4 751 790,92	5 875 486,92	7 511 759,19	5 219 428,67	5 343 853,17	4 996 293,25	6 821 756,55	3 606 417,09
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-300 218,95	5 460 955,06	-8 622 611,48	-4 685 362,51	-8 243 856,33	5 091 993,16	-21 077 904,75	-12 660 536,43	-20 190 888,48	27 853 612,14
Współczynnik EVA	-0,0041	0,0763	-0,0993	-0,0517	-0,0842	0,0511	-0,1954	-0,0850	-0,1246	0,1634

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gorzowie Wlkp. [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	25 819 407,20	28 488 644,46	29 554 619,01	31 266 720,21	32 887 595,07	34 531 036,88	36 540 059,94	38 865 478,07	44 061 563,01	46 760 378,47
Koszt działalności operacyjnej	29 144 667,83	28 231 462,27	29 439 653,07	30 989 651,30	32 725 891,25	34 437 812,61	36 429 954,99	38 991 880,19	42 866 045,14	44 842 866,54
Wynik (działalności operacyjnej)	-3 325 260,63	257 182,19	114 965,94	277 068,91	161 703,82	93 224,27	110 104,95	-126 402,12	1 195 517,87	1 917 511,93
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-931 072,98	69 439,19	21 843,53	52 643,09	30 723,73	17 712,61	20 919,94	-24 016,40	227 148,40	364 327,27
Wynik na działalności netto	-2 394 187,65	187 743,00	93 122,41	224 425,82	130 980,09	75 511,66	89 185,01	-102 385,72	968 369,47	1 553 184,66
Amortyzacja bilansowa	6 617 913,74	6 451 908,36	6 660 535,48	7 000 964,79	7 414 871,32	7 783 973,71	8 751 099,26	9 623 754,97	9 822 676,62	10 055 452,78
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-802 273,59	-2 321 339,17	-2 903 955,66	-2 749 855,45	-1 913 245,14	-2 713 458,34	-5 363 954,84	-1 893 983,42	-1 045 448,82	-4 499 470,91
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	10 629 964,92	-2 555 442,99	-855 894,55	5 870 791,11	10 563 402,22	-2 717 135,22	10 135 732,54	14 973 651,57	-2 758 475,04	-515 266,43
Nakłady inwestycyjne brutto	5 803 900,98	1 372 513,70	3 316 990,63	5 342 813,09	9 150 182,53	8 543 961,89	8 709 681,82	12 779 792,61	10 617 461,89	9 170 080,75
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	8 247 516,44	390 355,50	-323 182,95	5 003 513,18	7 045 825,96	-6 115 070,08	4 902 380,15	9 821 244,79	-3 630 339,66	-2 576 180,65
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	156 573 174,43	156 631 353,51	159 967 519,32	160 501 635,26	161 620 467,58	162 548 344,64	182 621 622,55	195 170 797,50	197 776 417,27	200 329 390,18
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	246 000,00	1 016 688,87	49 011,27	6 551,72	2 547 647,19	2 836 400,00	3 187 400,00	1 493 400,00	190 193,56	1 232 751,82
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	156 819 174,43	157 648 042,38	160 016 530,59	160 508 186,98	164 168 114,77	165 384 744,64	185 809 022,55	196 664 197,50	197 966 610,83	201 562 142,00
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,84%	99,36%	99,97%	100,00%	98,45%	98,28%	98,28%	99,24%	99,90%	99,39%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,16%	0,64%	0,03%	0,00%	1,55%	1,72%	1,72%	0,76%	0,10%	0,61%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,59%	9,80%	5,59%	6,74%	8,16%	5,44%	5,26%	3,60%	4,68%	2,18%
Koszt kapitału	16 609 553,64	15 448 086,04	8 950 890,64	10 815 650,78	13 392 830,03	8 999 879,17	9 765 883,24	7 070 740,85	9 258 463,75	4 402 755,43
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-8 362 037,20	-15 057 730,54	-9 274 073,59	-5 812 137,60	-6 347 004,07	-15 114 949,25	-4 863 503,09	2 750 503,94	-12 888 803,41	-6 978 936,07
Współczynnik EVA	-0,0533	-0,0955	-0,0580	-0,0362	-0,0387	-0,0914	-0,0262	0,0140	-0,0651	-0,0346

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Wałbrzyskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	29 302 821,79	46 734 855,09	44 301 951,01	45 982 101,73	44 467 578,59	49 362 653,48	60 709 434,49	69 424 860,60	74 993 971,29	68 544 621,13
Koszt działalności operacyjnej	29 462 827,96	48 367 166,82	46 592 460,99	47 384 459,51	48 013 550,44	50 712 193,29	60 548 314,99	68 196 972,70	79 241 733,43	1 789 171,48
Wynik (działalności operacyjnej)	-160 006,17	-1 632 311,73	-2 290 509,98	-1 402 357,78	-3 545 971,85	-1 349 539,81	161 119,50	1 227 887,90	-4 247 762,14	66 755 449,65
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-44 801,73	-440 724,17	-435 196,90	-266 447,98	-673 734,65	-256 412,56	30 612,71	233 298,70	-807 074,81	12 683 535,43
Wynik na działalności netto	-115 204,44	-1 191 587,56	-1 855 313,08	-1 135 909,80	-2 872 237,20	-1 093 127,25	130 506,80	994 589,20	-3 440 687,33	54 071 914,22
Amortyzacja bilansowa	2 580 248,13	5 879 141,32	6 201 388,43	6 256 102,36	6 608 233,33	6 510 262,26	7 716 385,71	6 112 777,03	6 346 751,37	6 620 099,58
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-8 280 166,11	-1 797 042,69	-1 503 023,29	-2 962 107,36	-37 944,53	-3 375 128,21	-4 715 301,61	-986 329,86	-5 766 028,24	-1 118 339,90
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	5 433 535,62	11 175 990,67	-691 852,46	11 366 860,06	12 689 960,50	15 547 872,69	18 710 356,15	19 590 790,74	21 227 020,47	22 445 014,37
Nakłady inwestycyjne brutto	664 046,17	1 982 172,98	556 175,48	3 442 210,49	1 878 121,73	1 461 424,61	2 657 468,13	8 646 539,92	8 654 547,82	3 035 691,74
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-1 045 632,97	12 084 328,76	1 595 024,12	10 082 734,77	14 509 890,37	16 128 454,88	19 184 478,92	17 065 287,19	9 712 508,45	78 982 996,53
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	103 881 009,14	101 656 100,31	101 236 455,78	100 508 494,68	96 632 056,87	94 152 954,21	94 919 750,80	97 238 778,35	93 119 674,12	89 421 115,53
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	174 777,01	0,00	0,00	0,00	0,00	563 935,85	1 228 516,45	998 756,18	423 505,75	335 220,51
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	104 055 786,15	101 656 100,31	101 236 455,78	100 508 494,68	96 632 056,87	94 716 890,06	96 148 267,25	98 237 534,53	93 543 179,87	89 756 336,04
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,83%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	99,40%	98,72%	98,98%	99,55%	99,63%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	0,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,60%	1,28%	1,02%	0,45%	0,37%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,59%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,46%	5,26%	3,59%	4,67%	2,18%
Koszt kapitału	11 020 580,16	9 994 166,21	5 663 372,74	6 772 756,55	7 941 050,22	5 173 696,25	5 061 288,48	3 529 131,88	4 369 314,89	1 961 151,52
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-12 066 213,13	2 090 162,55	-4 068 348,63	3 309 978,22	6 568 840,15	10 954 758,63	14 123 190,44	13 536 155,31	5 343 193,55	77 021 845,00
Współczynnik EVA	-0,1160	0,0206	-0,0402	0,0329	0,0680	0,1157	0,1469	0,1378	0,0571	0,8581

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji we Włocławku [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	29 545 453,47	28 836 120,40	28 977 352,60	26 503 138,60	28 826 697,90	33 074 418,14	35 570 701,10	41 751 521,87	43 155 971,70	42 294 664,55
Koszt działalności operacyjnej	29 434 511,29	28 654 870,70	29 289 007,43	26 621 213,44	28 952 692,85	31 745 060,97	32 889 788,18	36 793 541,57	37 735 449,89	37 768 825,56
Wynik (działalności operacyjnej)	110 942,18	181 249,70	-311 654,83	-118 074,84	-125 994,95	1 329 357,17	2 680 912,92	4 957 980,30	5 420 521,81	4 525 838,99
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	31 063,81	48 937,42	-59 214,42	-22 434,22	-23 939,04	252 577,86	509 373,45	942 016,26	1 029 899,14	859 909,41
Wynik na działalności netto	79 878,37	132 312,28	-252 440,41	-95 640,62	-102 055,91	1 076 779,31	2 171 539,47	4 015 964,04	4 390 622,67	3 665 929,58
Amortyzacja bilansowa	6 835 783,09	6 941 818,44	6 531 079,31	6 128 933,72	6 119 150,74	7 951 671,21	9 992 123,46	11 835 433,84	11 817 899,60	11 320 150,51
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-191 170,13	-961 088,45	-1 240 800,99	-5 353 763,17	-4 279 556,40	-3 612 962,90	-1 572 920,54	-4 297 131,90	-5 262 240,46	-5 159 003,22
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-240 235,66	-256 194,26	-1 204 046,38	11 021 971,15	21 134 105,32	26 852 573,13	-7 926 170,09	13 210 413,73	16 661 891,47	21 633 516,33
Nakłady inwestycyjne brutto	7 104 530,50	5 962 115,81	11 056 188,44	20 262 942,31	21 265 044,60	47 780 315,38	28 484 335,46	4 268 586,73	11 140 986,94	22 045 716,15
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-620 274,83	-105 267,80	-7 222 396,91	-8 561 441,23	1 606 599,15	-15 512 254,63	-25 819 763,16	20 496 092,98	16 467 186,34	9 414 877,05
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	68 961 861,68	69 587 354,23	69 856 503,00	70 717 294,41	71 413 795,03	72 380 098,65	73 103 726,71	76 844 822,76	81 373 349,12	83 201 243,44
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	955 143,59	569 833,13	10 231,30	5 052 640,85	11 903 555,37	23 678 068,04	43 047 925,31	40 911 003,66	36 751 282,55	34 772 619,69
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	69 917 005,27	70 157 187,36	69 866 734,30	75 769 935,26	83 317 350,40	96 058 166,69	116 151 652,02	117 755 826,42	118 124 631,67	117 973 863,13
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	98,63%	99,19%	99,99%	93,33%	85,71%	75,35%	62,94%	65,26%	68,89%	70,53%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	1,37%	0,81%	0,01%	6,67%	14,29%	24,65%	37,06%	34,74%	31,11%	29,47%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,54%	9,79%	5,59%	6,56%	7,67%	5,02%	4,60%	3,21%	4,17%	2,10%
Koszt kapitału	7 367 049,61	6 868 901,34	3 908 328,48	4 966 904,60	6 387 983,42	4 824 084,17	5 338 045,49	3 784 332,11	4 921 084,45	2 483 094,51
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-7 987 324,44	-6 974 169,14	-11 130 725,40	-13 528 345,84	-4 781 384,27	-20 336 338,80	-31 157 808,65	16 711 760,88	11 546 101,88	6 931 782,55
Współczynnik EVA	-0,1142	-0,0994	-0,1593	-0,1785	-0,0574	-0,2117	-0,2683	0,1419	0,0977	0,0588

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej				54 629 433,45	38 226 811,97	38 211 007,79	43 954 238,40	47 338 386,00	52 020 984,33	57 801 274,60
Koszt działalności operacyjnej				53 937 911,80	38 544 363,61	37 901 981,83	42 424 081,63	45 182 426,68	50 011 117,55	54 297 244,40
Wynik (działalności operacyjnej)				691 521,65	-317 551,64	309 025,96	1 530 156,77	2 155 959,32	2 009 866,78	3 504 030,20
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek				131 389,11	-60 334,81	58 714,93	290 729,79	409 632,27	381 874,69	665 765,74
Wynik na działalności netto				560 132,54	-257 216,83	250 311,03	1 239 426,98	1 746 327,05	1 627 992,09	2 838 264,46
Amortyzacja bilansowa				8 657 336,08	6 497 063,85	6 709 461,18	6 865 628,92	7 721 504,90	10 818 425,79	12 300 082,28
Zmiana stanu aktywów obrotowych				-18 843 621,32	-1 980 077,71	-886 773,36	-11 084 516,60	-9 356 662,30	-3 609 948,02	-7 049 393,53
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych				5 607 462,49	-312 546,01	16 346 662,67	29 835 824,38	-7 924 032,44	32 191 458,09	43 248 742,64
Nakłady inwestycyjne brutto				26 005 290,44	15 089 850,87	50 087 000,68	81 051 643,44	62 718 496,29	16 035 417,92	17 199 695,61
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)				-30 023 980,65	-11 142 627,57	-27 667 339,16	-54 195 279,76	-70 531 359,08	24 992 510,03	34 138 000,24
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego				91 821 061,22	98 962 355,62	110 364 631,13	121 701 142,35	135 587 078,40	143 369 913,73	145 801 073,03
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego				0,00	0,00	5 494 300,12	28 719 468,77	61 883 437,92	59 967 455,55	46 818 246,28
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany				91 821 061,22	98 962 355,62	115 858 931,25	150 420 611,12	197 470 516,32	203 337 369,28	192 619 319,31
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego				100,00%	100,00%	95,26%	80,91%	68,66%	70,51%	75,69%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego				0,00%	0,00%	4,74%	19,09%	31,34%	29,49%	24,31%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych				5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych				2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej				3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego				6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego				4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej				3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału				6,74%	8,22%	5,39%	4,93%	3,25%	4,19%	2,12%
Koszt kapitału				6 187 354,57	8 132 550,02	6 240 603,38	7 417 749,34	6 421 622,28	8 525 325,14	4 081 653,73
Ekonomiczna wartość dodana EVA				-36 211 335,22	-19 275 177,58	-33 907 942,55	-61 613 029,09	-76 952 981,36	16 467 184,89	30 056 346,51
Współczynnik EVA				-0,3944	-0,1948	-0,2927	-0,4096	-0,3897	0,0810	0,1560

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Tarnowskie Wodociągi [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	29 102 124,36	33 236 672,69	36 674 369,31	41 260 393,98	41 089 230,74	43 200 932,88	46 528 032,25	57 856 916,96	56 855 471,77	58 934 173,88
Koszt działalności operacyjnej	31 789 564,31	33 290 108,91	35 991 188,33	41 122 381,97	40 967 832,74	42 677 140,04	44 961 703,92	53 849 204,08	53 859 870,65	55 855 098,47
Wynik (działalności operacyjnej)	-2 687 439,95	-53 436,22	683 180,98	138 012,01	121 398,00	523 792,84	1 566 328,33	4 007 712,89	2 995 601,12	3 079 075,41
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-752 483,19	-14 427,78	129 804,39	26 222,28	23 065,62	99 520,64	297 602,38	761 465,45	569 164,21	585 024,33
Wynik na działalności netto	-1 934 956,76	-39 008,44	553 376,59	111 789,73	98 332,38	424 272,20	1 268 725,95	3 246 247,44	2 426 436,91	2 494 051,08
Amortyzacja bilansowa	6 607 254,48	6 827 755,42	8 066 869,89	11 778 892,93	11 965 824,08	12 095 438,68	12 320 926,69	13 755 727,43	15 809 223,12	16 375 712,10
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-172 276,57	-2 438 539,84	-3 796 314,59	-18 709 358,61	-2 886 538,91	-4 486 216,98	-4 718 516,76	-10 953 878,20	-5 632 164,00	-19 896 788,00
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	5 655 779,68	6 018 404,40	6 446 969,27	9 926 717,84	17 577 788,62	42 645 058,58	-18 943 622,79	37 180 280,13	-12 017 508,89	46 149 617,39
Nakłady inwestycyjne brutto	3 839 048,86	4 669 736,91	5 430 475,86	9 684 776,61	30 390 451,97	79 682 301,25	50 936 902,50	59 689 522,70	16 830 536,41	12 735 596,40
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	6 316 751,97	5 698 874,63	5 840 425,30	-6 576 734,72	-3 635 045,80	-29 003 748,77	-61 009 389,41	-16 461 145,90	-16 244 549,27	32 386 996,17
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	88 499 865,39	88 568 136,30	118 980 787,19	179 762 232,49	187 982 721,43	197 418 727,52	204 349 997,18	208 358 547,65	210 958 587,00	213 634 821,19
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	4 920,00	4 920,00	7 799,33	19 894,10	75 628,71	27 791 557,31	36 490 613,67	47 389 388,00	59 175 371,85	58 245 444,92
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	88 504 785,39	88 573 056,30	118 988 586,52	179 782 126,59	188 058 350,14	225 210 284,83	240 840 610,85	255 747 935,65	270 133 958,85	271 880 266,11
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	99,99%	99,99%	99,99%	99,99%	99,96%	87,66%	84,85%	81,47%	78,09%	78,58%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,04%	12,34%	15,15%	18,53%	21,91%	21,42%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,25%	5,00%	3,40%	4,32%	2,13%
Koszt kapitału	9 380 068,80	8 707 680,42	6 656 342,21	12 114 056,94	15 451 384,54	11 817 517,22	12 053 944,64	8 684 629,12	11 663 355,69	5 782 811,75
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-3 063 316,84	-3 008 805,79	-815 916,91	-18 690 791,67	-19 086 430,34	-40 821 265,99	-73 063 334,05	-25 145 775,03	-27 907 904,97	26 604 184,42
Współczynnik EVA	-0,0346	-0,0340	-0,0069	-0,1040	-0,1015	-0,1813	-0,3034	-0,0983	-0,1033	0,0979

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Chorzowsko-Świętochłowickie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej			49 405 066,99	47 614 499,66	49 535 846,72	52 256 484,49	60 065 443,51	72 612 418,84	79 392 630,29	94 437 878,62
Koszt działalności operacyjnej			52 288 284,15	50 049 885,24	46 582 031,19	50 717 389,46	53 836 738,11	64 922 452,87	68 852 931,47	75 746 150,96
Wynik (działalności operacyjnej)			-2 883 217,16	-2 435 385,58	2 953 815,53	1 539 095,03	6 228 705,40	7 689 965,97	10 539 698,82	18 691 727,66
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek			-547 811,26	-462 723,26	561 224,95	292 428,06	1 183 454,03	1 461 093,53	2 002 542,78	3 551 428,26
Wynik na działalności netto			-2 335 405,90	-1 972 662,32	2 392 590,58	1 246 666,97	5 045 251,37	6 228 872,44	8 537 156,04	15 140 299,40
Amortyzacja bilansowa			6 561 432,00	6 469 991,03	6 579 111,19	6 748 444,81	6 979 805,13	7 475 295,25	8 704 233,65	14 442 603,05
Zmiana stanu aktywów obrotowych			-11 747 899,54	-1 452 605,73	-3 165 257,33	-5 259 845,49	-17 300 521,21	-6 809 374,64	-2 350 493,99	-20 711 851,67
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych			7 633 354,32	15 817 682,14	18 180 742,52	-1 971 523,08	35 348 731,66	-3 136 119,14	48 818 772,49	51 059 938,40
Nakłady inwestycyjne brutto			3 531 334,83	4 632 540,36	4 638 053,58	11 279 865,28	23 770 662,77	97 220 927,88	103 366 590,55	52 714 835,63
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)			-3 419 853,95	14 229 864,76	19 349 133,38	-10 516 122,07	6 302 604,18	-93 462 253,97	-39 656 922,36	7 216 153,55
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego			85 584 210,53	85 548 419,17	86 015 838,89	86 249 429,53	94 741 811,07	105 392 868,85	116 813 007,92	122 141 545,55
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego			0,00	0,00	0,00	0,00	3 662 651,53	48 762 377,76	112 175 817,01	120 259 251,16
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany			85 584 210,53	85 548 419,17	86 015 838,89	86 249 429,53	98 404 462,60	154 155 246,61	228 988 824,93	242 400 796,71
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego			100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	96,28%	68,37%	51,01%	50,39%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku			0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,72%	31,63%	48,99%	49,61%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych			6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych			3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej			2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego			5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego			5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej			4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału			5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,22%	3,25%	3,87%	2,05%
Koszt kapitału			4 787 754,39	5 764 673,10	7 068 628,34	4 720 578,53	5 135 135,02	5 007 947,42	8 865 634,50	4 967 510,14
Ekonomiczna wartość dodana EVA			-8 207 608,34	8 465 191,66	12 280 505,03	-15 236 700,60	1 167 469,16	-98 470 201,40	-48 522 556,85	2 248 643,41
Współczynnik EVA			-0,0959	0,0990	0,1428	-0,1767	0,0119	-0,6388	-0,2119	0,0093

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Kaliszu [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	36 008 044,55	34 119 693,37	34 712 900,58	35 217 325,74	38 936 851,60	39 679 165,16	38 131 446,06	37 661 625,53	40 208 037,65	40 840 226,96
Koszt działalności operacyjnej	32 687 384,41	32 946 861,21	33 589 595,72	35 005 027,18	38 193 059,44	39 104 944,33	38 237 732,07	37 646 747,64	40 047 984,63	39 378 978,13
Wynik (działalności operacyjnej)	3 320 660,14	1 172 832,16	1 123 304,86	212 298,56	743 792,16	574 220,83	-106 286,01	14 877,89	160 053,02	1 461 248,83
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	929 784,84	316 664,68	213 427,92	40 336,73	141 320,51	109 101,96	-20 194,34	2 826,80	30 410,07	277 637,28
Wynik na działalności netto	2 390 875,30	856 167,48	909 876,94	171 961,83	602 471,65	465 118,87	-86 091,67	12 051,09	129 642,95	1 183 611,55
Amortyzacja bilansowa	4 765 543,87	4 858 225,70	5 375 794,89	5 549 956,59	5 603 081,57	5 715 146,49	5 902 872,35	5 940 951,42	5 663 571,06	6 118 440,07
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-2 517 363,85	-281 658,69	-317 683,78	-1 310 262,95	-733 172,81	-260 871,53	-1 234 365,79	-389 254,81	-2 854 798,43	-1 816 244,70
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-358 864,98	-874 078,51	-987 493,48	7 836 680,88	-650 441,59	-518 911,72	-153 020,54	6 021 763,46	7 121 763,46	9 545 437,71
Nakłady inwestycyjne brutto	4 315 665,01	5 203 543,14	5 543 636,93	5 671 084,74	4 668 338,07	5 424 969,46	4 344 561,36	6 652 679,55	8 997 567,36	7 623 193,53
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-35 474,67	-644 887,16	-563 142,36	6 577 251,61	153 600,75	-24 487,35	84 832,99	4 932 831,61	1 062 611,68	7 408 051,10
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	66 655 302,31	69 456 329,93	71 763 543,69	71 424 371,96	72 109 068,07	71 586 587,13	71 311 732,76	73 799 537,03	73 946 572,93	91 491 240,45
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	806 229,55	863 224,57	804 929,84	2 469,83	329,14	60 446,50	132 364,46	348 628,43	451 089,43	263 349,24
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	67 461 531,86	70 319 554,50	72 568 473,53	71 426 841,79	72 109 397,21	71 647 033,63	71 444 097,22	74 148 165,46	74 397 662,36	91 754 589,69
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	98,80%	98,77%	98,89%	100,00%	100,00%	99,92%	99,81%	99,53%	99,39%	99,71%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	1,20%	1,23%	1,11%	0,00%	0,00%	0,08%	0,19%	0,47%	0,61%	0,29%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,54%	9,77%	5,58%	6,74%	8,22%	5,47%	5,28%	3,60%	4,67%	2,19%
Koszt kapitału	7 113 537,18	6 870 192,03	4 047 166,40	4 813 023,92	5 925 809,06	3 920 258,22	3 775 426,05	2 668 284,51	3 473 163,92	2 005 031,43
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-7 149 011,85	-7 515 079,19	-4 610 308,77	1 764 227,70	-5 772 208,31	-3 944 745,56	-3 690 593,06	2 264 547,11	-2 410 552,25	5 403 019,67
Współczynnik EVA	-0,1060	-0,1069	-0,0635	0,0247	-0,0800	-0,0551	-0,0517	0,0305	-0,0324	0,0589

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA[®] i współczynnik EVA[®] w latach 2002-2011 - Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Koszalinie [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	26 542 528,01	27 116 420,73	28 889 993,27	31 128 530,12	30 497 810,81	32 707 436,41	35 258 227,48	39 343 126,82	43 264 625,62	46 513 678,98
Koszt działalności operacyjnej	26 516 785,10	26 652 590,61	27 858 663,80	29 428 233,66	29 485 359,06	31 918 301,93	34 053 794,03	38 703 631,62	42 262 274,97	44 510 324,12
Wynik (działalności operacyjnej)	25 742,91	463 830,12	1 031 329,47	1 700 296,46	1 012 451,75	789 134,48	1 204 433,45	639 495,20	1 002 350,65	2 003 354,86
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	7 208,01	125 234,13	195 952,60	323 056,33	192 365,83	149 935,55	228 842,36	121 504,09	190 446,62	380 637,42
Wynik na działalności netto	18 534,90	338 595,99	835 376,87	1 377 240,13	820 085,92	639 198,93	975 591,09	517 991,11	811 904,03	1 622 717,44
Amortyzacja bilansowa	5 580 936,83	5 812 240,99	6 741 055,32	7 131 387,79	7 353 271,58	7 625 833,00	8 418 254,79	10 211 884,92	10 465 762,63	11 505 909,74
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-14 151 074,02	-713 403,40	-3 581 324,29	-1 222 459,82	-1 029 752,87	-241 328,89	-579 877,44	-1 452 671,05	-3 869 739,27	-8 082 021,81
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	6 061 584,77	-1 406 124,07	12 803 153,99	-3 572 820,58	-1 075 171,13	8 583 535,43	10 728 668,66	12 046 074,58	18 602 407,02	-8 201 811,36
Nakłady inwestycyjne brutto	2 571 087,69	6 563 013,31	6 791 826,35	13 753 838,81	4 239 238,41	7 582 033,57	6 189 521,55	9 619 167,71	12 403 430,16	13 913 177,28
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	-5 061 105,21	-2 531 703,80	10 006 435,54	-8 940 491,29	1 829 195,09	9 025 204,90	13 353 115,55	11 704 111,85	13 606 904,25	-17 068 383,27
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	81 033 266,42	81 103 247,18	75 735 130,52	77 306 729,07	100 419 535,14	101 336 117,73	102 861 877,50	157 080 171,77	158 796 833,21	160 098 972,90
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	5 849 217,96	19 050 996,51	5 546 750,86	10 674 000,00	9 724 000,00	7 723 599,99	5 724 000,00	3 724 000,00	1 724 000,00	1 818 408,00
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	86 882 484,38	100 154 243,69	81 281 881,38	87 980 729,07	110 143 535,14	109 059 717,72	108 585 877,50	160 804 171,77	160 520 833,21	161 917 380,90
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	93,27%	80,98%	93,18%	87,87%	91,17%	92,92%	94,73%	97,68%	98,93%	98,88%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku	6,73%	19,02%	6,82%	12,13%	8,83%	7,08%	5,27%	2,32%	1,07%	1,12%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,29%	8,88%	5,49%	6,41%	7,88%	5,34%	5,19%	3,58%	4,66%	2,18%
Koszt kapitału	8 943 843,33	8 893 793,52	4 461 203,23	5 635 253,42	8 676 534,41	5 827 671,37	5 635 021,89	5 753 344,50	7 481 356,03	3 534 506,40
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-14 004 948,54	-11 425 497,32	5 545 232,31	-14 575 744,71	-6 847 339,32	3 197 533,53	7 718 093,66	5 950 767,35	6 125 548,21	-20 602 889,68
Współczynnik EVA	-0,1612	-0,1141	0,0682	-0,1657	-0,0622	0,0293	0,0711	0,0370	0,0382	-0,1272

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.

Wielkość EVA® i współczynnik EVA® w latach 2002-2011 - Legnickie Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji [zł]

EVA	Rok 2002	Rok 2003	Rok 2004	Rok 2005	Rok 2006	Rok 2007	Rok 2008	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Przychody z działalności operacyjnej	32 503 021,51	32 616 804,37	33 291 399,20	34 208 711,81	35 475 779,49	37 489 915,13	37 438 520,54	39 430 013,36	39 495 183,63	40 184 071,13
Koszt działalności operacyjnej	32 765 772,85	32 650 104,99	33 298 404,50	34 298 214,49	35 610 808,99	37 567 169,39	37 770 102,26	39 172 802,29	39 617 726,34	40 175 334,02
Wynik (działalności operacyjnej)	-262 751,34	-33 300,62	-7 005,30	-89 502,68	-135 029,50	-77 254,26	-331 581,72	257 211,07	-122 542,71	8 737,11
Stopa podatku CIT	28,00%	27,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek	-73 570,38	-8 991,17	-1 331,01	-17 005,51	-25 655,61	-14 678,31	-63 000,53	48 870,10	-23 283,11	1 660,05
Wynik na działalności netto	-189 180,96	-24 309,45	-5 674,29	-72 497,17	-109 373,90	-62 575,95	-268 581,19	208 340,97	-99 259,60	7 077,06
Amortyzacja bilansowa	3 888 105,28	4 176 250,59	4 753 928,69	4 843 552,34	4 815 672,15	4 636 480,98	5 040 600,70	4 970 637,97	5 103 832,67	5 379 476,05
Zmiana stanu aktywów obrotowych	-2 485 007,80	-1 391 038,78	-478 110,33	-498 772,29	-2 321 506,92	-1 708 988,01	-3 517 865,96	-938 811,40	-2 097 114,59	-82 275,15
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	6 494 921,59	7 502 673,12	7 788 901,47	7 809 041,96	7 949 228,18	9 429 974,25	-234 665,47	-69 491,85	11 210 045,92	-698 876,76
Nakłady inwestycyjne brutto	5 453 391,49	3 000 256,85	2 432 610,38	2 601 784,82	2 442 666,33	4 355 996,97	4 880 993,31	3 042 519,71	2 063 020,53	4 094 282,43
Operacyjny przepływ pieniężny (FCF)	2 255 446,62	7 263 318,63	9 626 435,16	9 479 540,02	7 891 353,19	7 938 894,30	-3 861 505,23	1 128 155,98	12 054 483,87	511 118,77
Kapitał własny wg stanu na koniec roku obrotowego	126 190 427,17	126 848 144,95	126 892 323,50	131 193 633,53	133 117 321,67	135 326 306,18	135 388 586,21	135 761 638,45	135 702 560,10	136 129 760,75
Kapitał obcy oprocentowany wg stanu na koniec roku obrotowego	7 448 515,00	7 150 915,00	6 580 115,00	6 505 315,00	5 845 515,00	6 120 715,00	5 048 210,00	3 728 340,00	2 615 920,00	2 791 397,80
Razem kapitał własny i obcy oprocentowany	133 638 942,17	133 999 059,95	133 472 438,50	137 698 948,53	138 962 836,67	141 447 021,18	140 436 796,21	139 489 978,45	138 318 480,10	138 921 158,55
Udział kapitału własnego w kapitale ogółem w g stanu na koniec roku obrotowego	94,43%	94,66%	95,07%	95,28%	95,79%	95,67%	96,41%	97,33%	98,11%	97,99%
Udział kapitału obcego oprocentowanego w kapitale ogółem wg stanu na koniec roku	5,57%	5,34%	4,93%	4,72%	4,21%	4,33%	3,59%	2,67%	1,89%	2,01%
Srednioroczna stopa inflacji za rok obrotowy (wg komunikatu GUS)	1,90%	0,80%	3,50%	2,10%	1,00%	2,50%	4,20%	3,50%	2,60%	4,30%
Srednia nominalna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	8,21%	5,34%	6,60%	5,08%	4,19%	4,62%	6,51%	4,65%	3,92%	4,38%
Srednia realna rentowność 52 tygodniowych bonów skarbowych	6,19%	4,50%	3,00%	2,92%	3,16%	2,07%	2,22%	1,11%	1,29%	0,08%
Nominalna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	6,39%	6,17%	6,19%	6,00%	6,11%	5,99%	7,40%	6,08%	6,08%	6,50%
Realna premia za ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej	4,41%	5,33%	2,60%	3,82%	5,06%	3,40%	3,07%	2,49%	3,39%	2,11%
Realny koszt kapitału własnego	10,60%	9,83%	5,59%	6,74%	8,22%	5,47%	5,29%	3,60%	4,68%	2,19%
Nominalna stopa oprocentowania kapitału obcego	10,50%	7,47%	8,67%	7,13%	6,44%	7,11%	8,60%	6,67%	6,44%	6,76%
Realna stopa oprocentowania kapitału obcego	8,44%	6,62%	5,00%	4,93%	5,39%	4,50%	4,22%	3,06%	3,74%	2,36%
Realny koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej	6,08%	4,83%	4,05%	3,99%	4,36%	3,64%	3,42%	2,48%	3,03%	1,91%
Średni ważony koszt kapitału	10,35%	9,56%	5,52%	6,61%	8,06%	5,39%	5,22%	3,57%	4,65%	2,18%
Koszt kapitału	13 827 063,97	12 816 305,92	7 364 851,21	9 100 066,64	11 194 370,76	7 629 618,92	7 331 889,93	4 985 161,06	6 427 961,46	3 029 127,46
Ekonomiczna wartość dodana EVA	-11 571 617,35	-5 552 987,29	2 261 583,94	379 473,38	-3 303 017,58	309 275,38	-11 193 395,16	-3 857 005,09	5 626 522,41	-2 518 008,69
Współczynnik EVA	-0,0866	-0,0414	0,0169	0,0028	-0,0238	0,0022	-0,0797	-0,0277	0,0407	-0,0181

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek wodnokanalizacyjnych opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2001-2012.