

PIOTR BARTKOWIAK, MARCIN BORKOWSKI

Kreowanie wartości dla właściciela w spółkach komunalnych


<https://doi.org/10.33141/po.2013.03.07>

Przeгляд Organizacji, Nr 3 (878), 2013, ss. 36-42


www.przeглядorganizacji.pl

©Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Wprowadzenie

 pracowanie stanowi próbę wskazania efektywności nadzoru korporacyjnego w spółkach komunalnych z udziałem jednostek samorządu terytorialnego. Oceny dokonano poprzez określenie wartości przedsiębiorstwa i jej zmiany, szacowanej z wykorzystaniem metody aktywów netto oraz generowanej ekonomicznej wielkości dodanej (EVA™). Porównanie tych wielkości w perspektywie średniookresowej pozwoliło zaprezentować stopień nakierowania działań rady nadzorczej na kreowanie wartości przedsiębiorstwa.

Spółki komunalne a zagadnienie kreacji „wartości dla właściciela”

 godnie z obowiązującymi regulacjami prawa gminy mogą prowadzić gospodarkę komunalną [Ustawa z 20 grudnia 1996] w formie samorządowego zakładu budżetowego lub spółki prawa handlowego. Istotnym ograniczeniem dla swobody dokonania przez gminę doboru formy działalności jest fakt, że mogą tworzyć lub przystępować tylko do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółek akcyjnych. (Istnieje możliwość utworzenie spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej, lecz jedynie na podstawie ustawy o partnerstwie publiczno-prywatnym – Dz.U. z 2009 r., nr 19, poz. 100 ze zm.).

Dalsze regulacje zgodne z cytowaną ustawą określają, że w przypadku spółek komunalnych, obligatoryjnie [art. 10 Ustawy z 20 grudnia 1996] jest powoływana rada nadzorcza i w jej działalności jako wyodrębnionego podmiotu zastosowanie znajdują przepisy Kodeksu spółek handlowych [Ustawa z 15 września 2000].

Proces przekształcania komunalnych jednostek organizacyjnych, jaki miał miejsce w ostatniej dekadzie, zaowocował wzrostem znaczenia dla gospodarki spółek prawa handlowego. Należy zauważyć, iż głównym celem tego procesu był założony powrót, w wybranych do przekształceń jednostkach, zasady funkcjonowania w oparciu o rachunek ekonomiczny [Bartkowiak, 2008, s. 71-74]. Proces wydzielania organizacyjnego, poprzez utworzenie spółki, a tym samym uzyskanie przez nią osobowości prawnej oraz wniesienia do niej majątku gminy, zakładał zwiększenie efektywności działalności gospodarczej, generującej wartość dodaną. Przekształcenie zakładów budżetowych prowadziło do usamodzielnienia się podmiotu, a nadzór nad funkcjonowaniem spółki powierzano radzie nadzorczej, jednocześnie przekazując zarządowi prowadzenie bieżących spraw spółki.

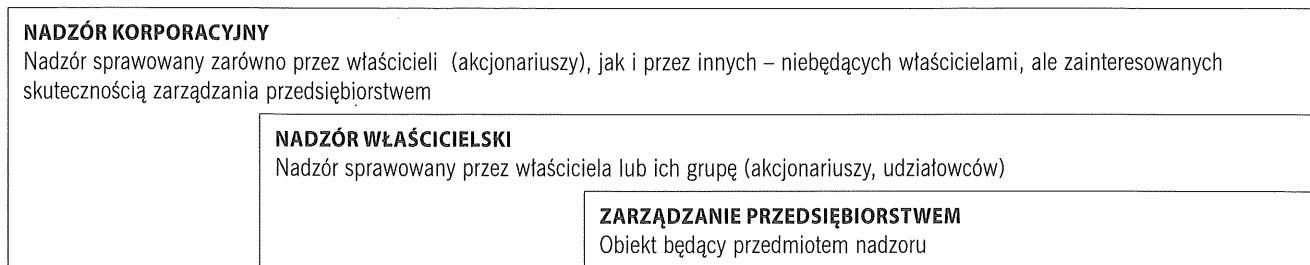
Ponieważ w polskim systemie prawnym rada nadzorcza jako organ spółki nie posiada prawa wydawania zarządowi wiążących poleceń i jest wydzielona instytucjonalnie, funkcjonujący w Polsce system nadzoru korporacyjnego należy zakwalifikować do systemu dualistyczne-

go (dwupoziomowego). System ten ma za zadanie, zgodnie z definicją A. Shleifera i R. Yishny, zapewnienie zwrotu kapitału z dokonania inwestycji w dane przedsiębiorstwo. W takim ujęciu gmina, będąc kapitałodawcą, jest inwestorem, gdyż to ona wyposaża spółkę w majątek i powołała skład osobowy rady nadzorczej, która w imieniu spółki dba o jej interes. Rada reprezentując spółkę w stosunkach z zarządem, jednocześnie sprawuje nad nim nadzór [Jarzemowska, Jarzemowski, 2001, s. 8], a jej nadrzędnym zadaniem jest kontrolowanie działań zarządu zapewniających zwrot z inwestycji, a więc nakierowanych na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

W pierwszej fazie przekształcania jednostek budżetowych w spółkę prawa handlowego redukowano koszty, głównie osobowe, mając na względzie uzyskanie wzrostu operacyjnych przepływów pieniężnych. W kolejnej fazie funkcjonowania przedsiębiorstwa w formie spółki prawa handlowego zakładano zwiększenie jego wartości w wyniku racjonalizacji procesu decyzyjnego i zwiększenia efektywności działalności [Bartkowiak, 2003, s. 206-207].

Przyjęcie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, także komunalnego, jako celu działalności związane było nie tylko z podanymi przyczynami, ale także z procesem internacjonalizacji dostępu do kapitału [Fijałkowski, 2001, s. 7]. Spółki komunalne, prowadząc inwestycje o znaczącej skali, często nie były w stanie uzyskać niezbędnych środków na krajowym rynku bankowym. Zmuszone

Rys. 1. Relacje pomiędzy pojęciami nadzoru właścicielskiego a korporacyjnego



Źródło: [Wawrzyniak, 2000].

więc były do poszukiwania kapitału także w innych systemach gospodarczych, gdzie wartość przedsiębiorstwa znacznie wcześniej znajdowała się w centrum zainteresowania inwestorów, a zarządzanie ukierunkowane na podnoszenie wartości było nową filozofią działania [Jeżak, 2002, s. 82].

Poczynione ustalenia pozwoliły na wysuniecie propozycji, aby na podstawie obserwacji zmian wartości przedsiębiorstw komunalnych określić preferowaną (tj. prowartościową lub proetatową) postawę osób zasiadających w organach nadzoru [Jaki, 2011, s. 13], a tym samym określić efektywność funkcjonowania nadzoru korporacyjnego nakierowanego na wzrost wartości [Męszasz, 2011, s. 20].

Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości

Termin nadzór korporacyjny, będący tłumaczeniem pojęcia *corporate governance*, nie ma pełnego odpowiednika w języku polskim, przede wszystkim ze względu na swój charakter i znaczenie, obejmujące między innymi cele, strukturę oraz stosowane mechanizmy kontroli i nadzoru [Lis, Sterniczek, 2005, s. 29]. Przyjmując, że korporacją jest organizacja posiadająca osobowość prawną, określenie *corporate* znajduje zastosowanie jedynie w odniesieniu do spółek kapitałowych, które nabywają na mocy dokonania wpisu w Krajowym Rejestrze Sądowym [art. 12 Ustawy z 15 września 2000] osobowość prawną. Natomiast człon *governance* odnosi się do sprawowania kontroli i sterowania działalnością spółki.

W literaturze najczęściej przedstawiane są dwie zasadnicze interpretacje pojęcia *corporate governance*. Interpretację nadrzędności pojęcia *corporate governance* (nadzoru korporacyjnego) nad nadzorem właścicielskim przedstawia rysunek 1.

Celem nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie właścicielom procedur i instytucji monitoringu zarządu oraz atrakcyjności inwestycyjnej i dopływu środków finansowych pozwalających na rozwój firmy, uzyskując wzrost wartości przedsiębiorstwa [Zalega, 2003, s. 25].

Ekspozowane od połowy lat 80. ubiegłego wieku dążenie do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, uznawane za podstawowy cel jego działania, zrodziło nowy paradygmat w zarządzaniu, opierający się na podporządkowaniu strategii rozwoju przedsiębiorstwa wymogom efektywnego kreowania jego wartości [Jaki, 2011, s. 13]. Reorientacja systemu zarządzania na generowanie wartości dla właścicieli spowodowała, że funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego stało się ściśle związane się z przestrzeganiem zasady gospodarności i efektywności.

Doprecyzowując użyte wcześniej pojęcie wartości, należy odwołać się do definicji „wartości dla właścicieli”. Ponieważ przedsiębiorstwa finansują swoją działalność także z innych, zewnętrznych źródeł, to wartość przedsiębiorstwa stanowi sumę wartości zadłużenia (kapitałów obcych) i wartości kapitałów własnych. W związku z tym wartość przedsiębiorstwa przedstawia następujący wzór [Rappaport, 1999, s. 37].

[wartość przedsiębiorstwa] = [wartość kapitału własnego] + [wartość zadłużenia]

$$W_P = W_{KW} + W_D$$

gdzie:

W_P – wartość „całego przedsiębiorstwa” z punktu widzenia wszystkich kapitałodawców, rynkowa wartość wszystkich aktywów, wartość działalności operacyjnej (baza kapitałowa),

W_{KW} – wartość firmy z punktu widzenia jej właścicieli, rynkowa wartość kapitału własnego,

W_D – rynkowa wartość łącznego zadłużenia.

Natomiast wartość przedsiębiorstwa dla właściciela opisuje równanie [Rappaport, 1999, s. 38].

[wartość dla właścicieli] = [wartość przedsiębiorstwa] – [wartość zadłużenia]

Przyjęcie nadrzędnego znaczenia wartości dla właściciela oznacza przekładanie interesów tej grupy interesariuszy nad interesy innych grup związanych z funkcjonowaniem spółki. Pojawiający się w tle domyślny konflikt interesów jest złudny, gdyż zarząd kierując się zasadą maksymalizacji wartości, podejmuje decyzje, których skutki kreują także wartość dodaną dla pozostałych 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



Tab 1. Szacowana wartość spółek w latach 2001-2010 (mln zł)

Przedsiębiorstwo	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
MPWiK w Warszawie		1320,8	1343,8	1331,5	1611,8	1413,3	1365,2	1660,8	1834,5	1955,1
MPWiK w Krakowie	546,7	552,9	566,6	618,9	640,4	682,3	720,2	748,0	771,6	773,0
ZWiK w Łodzi		32,4	34,9	35,8	40,5	48,9	43,8	46,9	49,9	48,9
MPWiK we Wrocławiu	443,3	470,3	569,0	635,4	674,9	707,2	738,8	750,2	767,8	836,1
Aquanet S.A.	333,7	693,5	651,3	776,1	791,2	809,2	816,6	832,3	937,0	946,9
SAUR Neptun Gdańsk	14,0	14,3	14,9	15,2	15,7	16,3	16,8	21,1	22,8	24,3
ZWiK w Szczecinie	151,4	152,8	168,1	232,0	237,6	246,7	264,8	283,4	302,6	348,9
MWiK w Bydgoszczy	183,1	275,6	277,1	302,3	303,5	304,9	319,6	319,9	337,7	391,5
MPWiK w Lublinie	187,5	188,4	199,1	208,4	221,0	224,5	239,9	255,9	291,8	306,1
GPW w Katowicach					1104,1	1178,6	1150,2	1148,9	1159,3	1182,7
Wodociągi Białostockie	219,6	225,6	231,4	233,4	236,7	239,1	241,9	246,1	261,4	272,1
PWiK w Gdyni	196,5	220,0	240,7	264,6	315,6	325,9	339,1	360,6	376,2	380,1
PWiK Okręgu Częstochowskiego	109,7	110,4	113,0	113,2	114,2	117,6	118,5	120,8	125,3	126,8
Wodociągi Miejskie w Radomiu	93,8	110,3	113,3	117,9	119,2	123,1	126,5	147,1	146,1	153,7
Rejonowe PWiK w Sosnowcu				56,8	335,6	335,3	342,6	344,1	346,7	349,7
Toruńskie Wodociągi	201,5	220,2	284,4	322,8	319,2	320,7	326,1	325,4	329,9	329,3
Wodociągi Kieleckie	78,2	80,5	83,5	84,5	86,3	87,9	83,3	85,9	91,6	102,6
PWiK w Gliwicach	97,4	95,4	96,1	107,9	114,9	121,0	148,6	170,9	232,9	263,1
Zabrzeńskie Przedsiębiorstwo WiK	51,7	53,9	55,9	57,6	66,8	69,1	70,0	73,5	85,0	160,8
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	124,8	133,6	135,1	133,4	136,4	157,7	162,8	163,5	190,4	301,7
PWiK w Olsztynie	84,0	91,9	96,1	97,7	133,0	133,0	133,0	133,7	136,5	147,3
AQUA Bielsko-Biała	188,9	308,5	305,8	312,3	307,3	310,2	310,6	307,5	315,2	332,5
Miejskie PWiK w Rzeszowie					136,4	147,6	159,5	180,5	190,0	196,4
PWiK w Rudzie Śląskiej	56,3	53,6	56,2	57,7	62,8	63,7	67,0	66,1	70,4	69,5
PWiK w Rybniku	67,9	68,5	87,7	88,2	120,3	120,9	121,3	121,3	135,9	593,6
Rejonowe PWiK w Tychach				89,8	90,1	91,5	95,2	99,2	99,2	100,1
PWiK w Dąbrowie Górniczej	53,5	121,8	121,6	125,7	127,3	126,5	127,6	127,5	127,6	127,8
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW			109,2	109,7	110,9	111,0	103,2	98,9	101,0	93,3
Wodociągi Płockie	89,5	88,9	82,2	84,3	96,1	99,4	104,3	118,8	130,3	130,6
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	84,1	84,2	97,9	108,2	109,2	111,1	113,6	115,6	284,1	290,6
Elbląskie PWiK	60,0	64,2	64,0	79,0	81,3	82,7	85,1	87,1	114,3	114,5
PWiK w Gorzowie Wlkp.	148,7	156,6	156,6	159,7	160,2	160,7	161,2	180,9	192,8	194,3
Wałbrzyskie PWiK		103,8	101,5	101,2	100,5	96,6	94,2	94,9	95,2	91,0
Miejskie PWiK we Wrocławku	68,9	68,9	69,3	69,6	70,1	70,5	71,8	72,4	76,0	80,4
Zielonogórskie WiK					91,3	98,5	110,1	119,7	133,4	140,6
Tarnowskie Wodociągi	91,1	88,5	88,6	118,7	174,9	181,6	191,2	197,0	200,7	203,2
Chorzowsko-Świętochłowickie PWiK				82,8	80,0	80,3	81,0	88,0	94,0	101,4
PWiK w Kaliszu	61,3	66,6	69,4	71,1	70,8	71,5	71,4	71,2	73,6	73,8
Miejskie WiK w Koszalinie		81,0	81,1	75,7	77,3	100,4	101,3	102,9	155,1	156,1
Legnickie Przedsiębiorstwa WiK	125,5	125,4	126,7	126,7	130,5	132,2	134,4	134,4	134,9	134,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek opublikowanych w Monitorze Polskim B w latach 2002-2011.

i klientów, dla których zmiana kontrahenta może być czynnikiem decydującym o upadłości [Urbanek, 2006, s. 59].

Obserwacja zmian „wartości dla właściciela” w przypadku spółek komunalnych

Orientacja na wartość w zarządzaniu stała się paradygmatem działań organów spółki. Odzwierciedleniem tychże działań winno być zatem pomnażanie wartości dla właściciela. Porównanie efektu w postaci zwiększenia bądź zmniejszania wartości może stanowić podstawę do dokonania oceny funkcjonowania nadzoru korporacyjnego.

Wyselekcjonowana przez autorów grupa 40 spółek komunalnych stanowiła grupę podmiotów, których sprawozdania finansowe były podstawę dokonania procesu oszacowania wartości z zastosowaniem podejścia majątkowego oraz obliczenia parametru EVA™.

Kapitał zaangażowany w przedsiębiorstwo, bez względu na formę własności, ma przynosić dochód. Jeżeli właściciele nie będą otrzymywać rekompensaty, a stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału będzie niższa od zera, a także od średniego ważonego kosztu kapitału, oznaczać to będzie, że kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwo traci na wartości [Copeland, Koller, Murrin, 1997, s. 26].

Zmiana wartości przedsiębiorstwa z zastosowaniem metody aktywów netto

Biorąc pod uwagę, że szacowanie metodą wartości aktywów netto, zwaną także metodą księgową lub metodą wartości księgowej (*book value method*) polega na odjęciu od sumy aktywów wielkości zobowiązań i rezerw na zobowiązania, wynikowo szacowana wartość równa się sumie kapitałów własnych. Za zastosowaniem tej metody przemawia jej prostota i łatwość. Pomimo uwzględniania w niej wielkości historycznych metoda wartości aktywów netto może mieć zastosowanie do wyceny przedsiębiorstw komunalnych. Metoda nie może być jednak stosowana do wy-

Tab 2. Zmiana wartości spółek oszacowanej metodą aktywów netto

Przedsiębiorstwo	Średnia arytmetyczna zmian
MPWiK w Warszawie	5,61%
MPWiK w Krakowie	4,31%
ZWiK w Łodzi	5,63%
MPWiK we Wrocławiu	7,61%
Aquanet S.A.	4,22%
SAUR Neptun Gdańsk	7,08%
ZWiK w Szczecinie	11,33%
MWiK w Bydgoszczy	4,61%
MPWiK w Lublinie	6,30%
GPW w Katowicach	1,43%
Wodociągi Białostockie	2,38%
PWiK w Gdyni	7,21%
PWiK Okręgu Częstochowskiego	1,76%
Wodociągi Miejskie w Radomiu	4,34%
Rejonowe PWiK w Sosnowcu	82,44%
Toruńskie Wodociągi	5,59%
Wodociągi Kieleckie	3,17%
PWiK w Gliwicach	13,98%
Zabrzańskie Przedsiębiorstwo WiK	17,16%
Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	12,04%
PWiK w Olsztynie	6,61%
AQUA Bielsko-Biała	0,96%
Miejskie PWiK w Rzeszowie	7,62%
PWiK w Rudzie Śląskiej	3,35%
PWiK w Rybniku	51,83%
Rejonowe PWiK w Tychach	1,85%
PWiK w Dąbrowie Górniczej	0,61%
Przedsiębiorstwo Usług Wodociągowych HKW	-2,14%
Wodociągi Płockie	5,15%
Wodociągi i Kanalizacja w Opolu	22,69%
Elbląskie PWiK	8,06%
PWiK w Gorzowie Wlkp.	2,81%
Wałbrzyskie PWiK	-1,62%
Miejskie PWiK we Włocławku	1,97%
Zielonogórskie WiK	9,03%
Tarnowskie Wodociągi	12,09%
Chorzowsko-Świętochłowickie PWiK	3,53%
PWiK w Kaliszu	1,29%
Miejskie WiK w Koszalinie	9,91%
Legnickie Przedsiębiorstwa WiK	0,92%
WIBID 1Y	5,10%

Źródło: opracowanie własne.



ceny przedsiębiorstw, w których wartość wynika głównie z posiadanych aktywów niematerialnych i kapitału organizacyjnego (przedsiębiorstwa usługowe, high-tech itd.). Oszacowane wartości spółek wchodzących w skład próby zaprezentowano w tabeli 1.

Zmiany wartości przedsiębiorstw, w ujęciu rok do roku, oszacowane metodą wartości aktywów netto zostały porównane do średniorocznej wielkości WIBID (*Warsaw Interbank Bid Rate* – tj. rocznej stopy procentowej, jaką płać banki za środki przyjęte w depozyt od innych banków). Porównanie takie pozwala na wyłonienie spółek, których wartość zwiększyła się w wyższym stopniu niż potencjalna roczna lokata na rynku depozytów bankowych. Zestawienie uzyskanych wielkości prezentuje tabela 2.

Analizując przedstawione dane, można zaobserwować, że stałe zwiększanie wartości kapitałów własnych w stopniu wyższym niż średnioroczna wielkość WIBID występuje w przypadku 19 spółek. Spółki mające siedzibę w Rybniku i Sosnowcu mają zawyżony wynik wskutek dokapitalizowania przez właściciela, a niezwiększania kapitałów własnych w wyniku rozdysponowania wygenerowanego zysku.

Wykorzystanie parametru EVA™ dla oceny kreowania wartości w przypadku spółek komunalnych

Ponieważ szacowanie zmian wartości przedsiębiorstwa wyłącznie z zastosowaniem podejścia majątkowego jest związane z uwzględnieniem w ewidencji składników majątkowych w wartości netto (a spółka może posiadać składniki majątkowe w całości umorzone, lecz generujące przepływy) oraz osiągnięty wynik może być zniekształcony (np. poprzez dokapitalizowanie), niezbędne jest uzupełnienie dokonywanej oceny o informację o kształtowaniu się wielkości ekonomicznej wartości dodanej – EVA™. Ekonomiczna wartość dodana jest kategorią, którą w najprostszej postaci definiuje się jako różnicę pomiędzy zyskiem a kosztem kapitału, którego zaangażowanie było konieczne, aby ten zysk otrzymać. Pojęcie kapitału oznacza w tym przypadku sumę kapitału własnego spółki oraz kapitałów obcych odsetkowych.

Miernik EVA™ obejmuje swoim pojęciem inwestycję rozumianą jako kapitał zainwestowany w aktywa przedsiębiorstwa, które są przedmiotem księgowej wyceny oraz rentowność tej inwestycji

mierzoną księgowym zyskiem [Cwynar, Cwynar, 2004, s. 33]. W warunkach polskich stosowana jest z reguły modyfikacja oryginalnego wzoru Stern Stewart & Co. w postaci:

$EVA^{TM} = NOPAT - (AO - ZK) \times WACC$
gdzie:

EVA – ekonomiczna wartość dodana,

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu,

AO – aktywa ogółem,

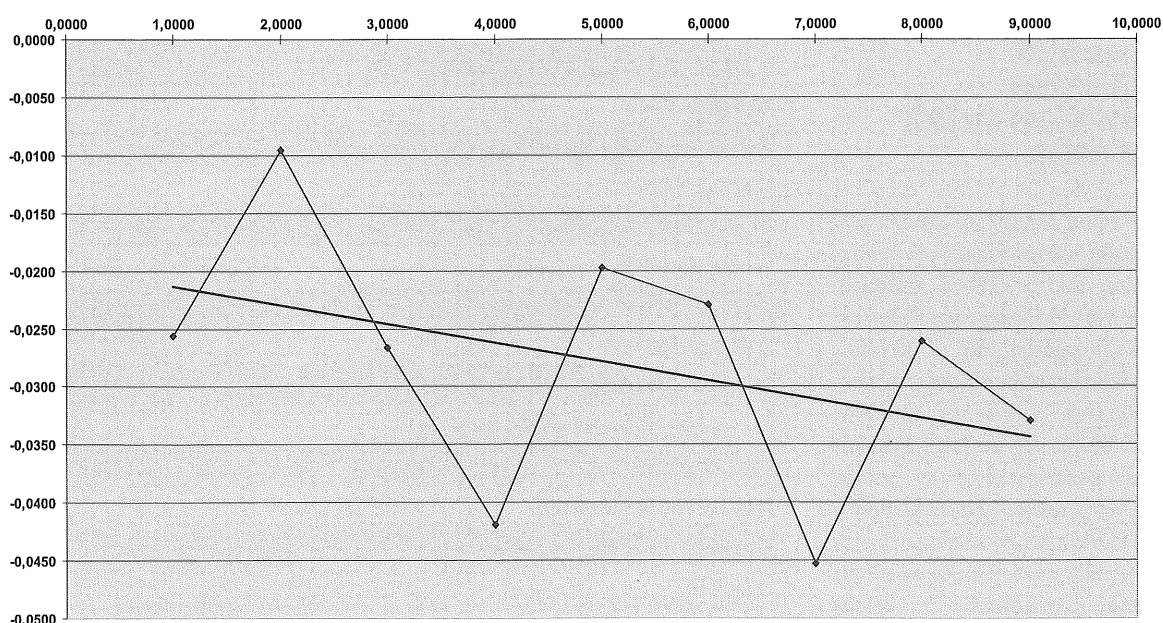
ZK – zobowiązania krótkoterminowe,

WACC – średni ważony koszt kapitału.

Kiedy EVA™ jest większa od zera, przedsiębiorstwo kreuje wartość. Natomiast, kiedy wielkość parametru EVA™ jest ujemna, świadczy to, że spółka nie osiągnęła wymaganej, minimalnej stopy zwrotu z kapitału własnego [Sokół, Surmacz, 2009, s. 55] i „zjada” wartość.

Przy dokonywaniu obliczeń wielkości EVA™ dla spółek wchodzących w skład badanej próby uwzględniono korekty kapitału zaangażowanego o ekwiwalenty kapitału własnego (tj. rezerwy na odroczone podatki dochodowy itd.) oraz uwzględniono wielkości zaangażowanego kapitału obcego, oprocentowanego [Michalski, Krysta, 2006, s. 91; Gołębiowski, Szczepankowski, 2007, s. 111]. Przy obliczaniu

Wyk. 1. Długookresowa wielkość współczynnika EVA™



parametru EVATM brano pod uwagę przychody z działalności operacyjnej wraz z jej kosztami, wielkość podatku (zróżnicowana w zależności od okresu, zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych, przy stopie podatku CIT w okresie 2001-2010 w wysokości: 28% w roku 2002, 27% w roku 2003, 19% w latach następnych), wysokość amortyzacji bilansowej, zmianę stanu aktywów obrotowych, zmianę stanu zobowiązań krótkoterminowych oraz wielkość nakładów inwestycyjnych, uzyskując wielkość operacyjnego przepływu pieniężnego (FCF). 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 w oparciu o serwis Damodaran, natomiast koszt kapitału obcego skalkulowano w oparciu o średnioroczny WIBOR + 2% premii. W efekcie uzyskano wielkość EVATM, czyli ekonomicznej wartości dodanej oraz współczynnik EVATM. Uśrednione wielkości wskaźnika EVATM dla badanej próby w poszczególnych latach prezentuje wykres 1.

Mając na względzie cel badania i przyjęte założenia, dokonano zestawienia obliczonych wielkości wskaźnika EVATM. Ponieważ wielkość EVATM jest miarą dotyczącą jednego okresu [Michalski, 2001, s. 104], dla uwypuklenia tendencji zmian wartości przyjęto jako punkt odniesienia długookresową 8-letnią średnią wielkość EVATM, uzyskując grupę 9 spółek, w których przypadku wielkość obliczonego parametru jest dodatnia, a więc świadczy o zwiększaniu wartości (wyk. 2).

Z badanej grupy tylko 9 spółek, tj. ZWiK w Łodzi, Aquanet S.A., SAUR Neptun, MPWiK w Lublinie, PWiK Okręgu Częstochowskiego, Toruńskie Wodociągi, PWiK w Gliwicach, PWiK w Rudzie Śląskiej oraz Wałbrzyskie PWiK, zdołały osiągnąć dodatnią długoterminową średnią wielkość EVATM. Biorąc pod uwagę, iż badanie dotyczyło 8-letniego okresu, zaledwie 23% spółek wchodzących w skład badanej grupy zwiększało wartość dla właściciela.

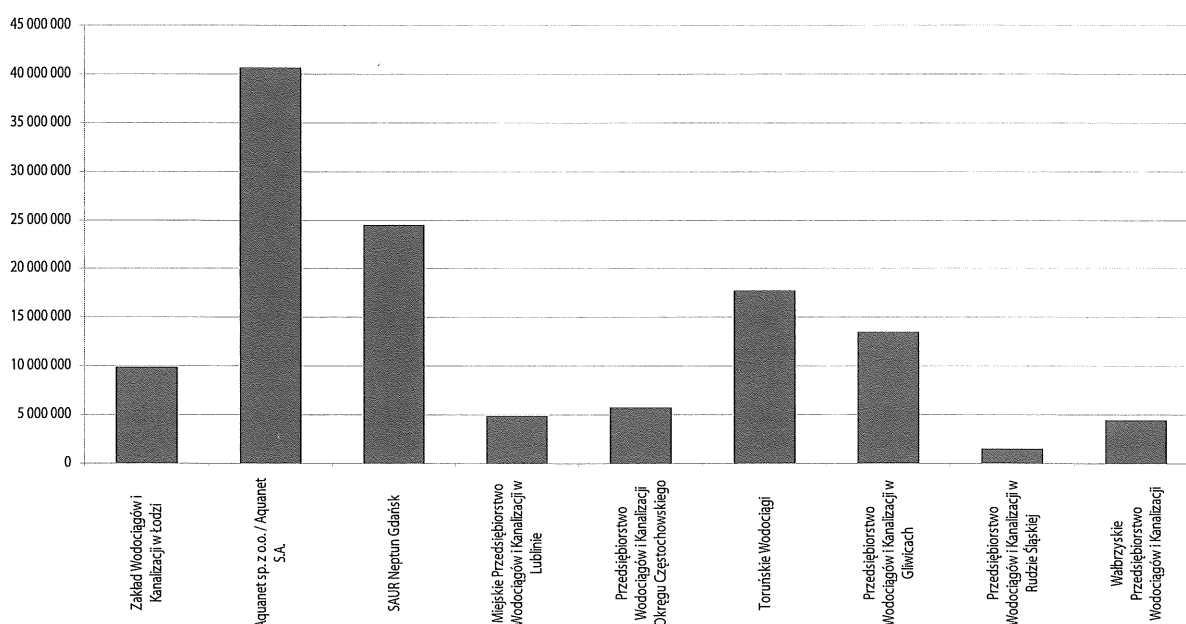
Ekstrapolacja osiągniętych wyników na całość spółek komunalnych w Polsce, działających w sektorze wodno-kanalizacyjnym wskazuje, że przy liczbie 536 podmiotów działających w formie spółek prawa handlowego, kreowanie wartości w przypadku przedsiębiorstwa komunalnego, określana parametrem EVATM dotyczy 123 spółek.

Podsumowanie

Połączenie obu przedstawionych parametrów kreowania wartości, tj. określenia zmian z wykorzystaniem wyceny metodą aktywów netto (rok do roku) oraz wielkości EVATM i wynikającego z niej współczynnika (kapitał własny i kapitał obcy oprocentowany/EVA) EVATM w macierz pozwala na określenie występowania prowartościowej lub proetatowej postawy członków organów nadzoru korporacyjnego. Obliczone wielkości parametrów zmian metodą aktywów netto i współczynnika EVATM stanowiły współrzędne do umiejscowienia poszczególnych spółek w macierzy kreacji wartości. Wielkości graniczne wyznaczające pożądany stan zostały określone jako długookresowa zmiana wyceny metodą aktywów netto, która jest większa od WIBID i współczynnik EVATM > 0.

Dokonany proces umiejscowienia w macierzy wskazał, iż jedynie sześć podmiotów, tj. Aquanet S.A., SAUR Neptun w Gdańsku, Toruńskie Wodociągi, PWiK w Gliwicach, Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne oraz Miejskie PWiK w Rzeszowie, kreują dodatnią wartość dla właścicieli. W przypadku pozostałych spółek nie jest widoczny efekt oddziaływania organów spółki, tj. rady

Wyk. 2. Spółki z długoterminową dodatnią wielkością EVATM



Źródło: opracowanie własne.



nadzorczej nastawiony na zwiększanie bogactwa właściciela, którym jest gmina. Rozszerzenie wyniku na całość badanych podmiotów wskazuje, że tylko 82 spółki komunalne uwzględniły postulat dbałości o wartość przedsiębiorstwa. Formalnie obowiązujące przepisy prawne są przez organy spółek realizowane, jednak w praktyce działania organów spółki nie znajdują odzwierciedlenia w zwiększaniu wartości przedsiębiorstwa.

Niemniej należy zauważyć, że ze względu na fakt, iż w badaniu oparto się na danych wynikających ze sprawozdań finansowych poszczególnych podmiotów, przedstawiony przegląd jest sensu stricto ekonomiczny i w procesie oceny nie były uwzględniane czynniki pozatekoniczne, związane z funkcjonowaniem spółek komunalnych w otoczeniu społeczno-politycznym.

Podsumowując, dokonany przegląd świadczy o potencjalnej nieskuteczności funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w spółkach komunalnych (sektora wodociągowego). Od strony funkcjonalnej podmioty utworzone na bazie majątku komunalnego miały w założeniu kierować się rachunkiem ekonomicznym i generować wartość dodaną. Hipoteza taka znajduje potwierdzenie jednak jedynie na przykładzie 6 wymienionych spółek.

W konkluzji, lekceważenie aspektu kreowania wartości w spółkach komunalnych stanowi zaprzeczenie idei przyświecającej przekształceniu jednostek budżetowych w spółki prawa handlowego. Funkcjonowanie w dłuższej perspektywie czasowej, bez uwzględniania aspektu kształtowania wartości, prowadzi w efekcie do konieczności dokapitalizowania spółek, finansowanych ze środków budżetowych danej gminy.

DR HAB. PIOTR BARTKOWIAK, PROF. UEP
Wydział Zarządzania
Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu

MGR MARCIN BORKOWSKI
Doktorant Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu

BIBLIOGRAFIA

- [1] BARTKOWIAK P., *The Influence of Sustainable Development of the Functioning Efficiency of Public-use Enterprises*, w: *Global Business: Economics, Political, Social and Cultural Issues*, vol. 2, Proc. COPE, Mexico City 2003.
- [2] BARTKOWIAK P., *Zarządzanie przedsiębiorstwem komunalnym w realizacji koncepcji zrównoważonego rozwoju*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.
- [3] COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- [4] CWYNAR A., CWYNAR W., *EVA a kreacja wartości dla akcjonariuszy*, „Przegląd Organizacji” nr 1/2004.
- [5] FIJAŁKOWSKI M., *Zysk akcjonariuszy kluczowym celem przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie na Świecie” nr 4/2001.
- [6] GOŁĘBIEWSKI G., SZCZEPANKOWSKI P., *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.
- [7] JAKI A., *Orientacja na wartość w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” nr 9/2011.
- [8] JARZEMOWSKA M., JARZEMOWSKI M., *Nadzór korporacyjny (corporate governance) i jego powiązanie z analizą ekonomiczną*, „Żeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2001, tom 3.
- [9] JEŹAK J., *Wartość dla właścicieli jako kategoria integrująca proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” nr 928, Wrocław 2002.
- [10] LIS K.A., STERNICZUK H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- [11] MESJASZ C., *Maksymalizacja wartości akcji – kryterium techniczne czy błędna ideologia?*, „Przegląd Corporate Governance” nr 3/2011.
- [12] MICHALSKI D., KRYSIA B., *Nowoczesne narzędzia kontroli zarządzania*, Alternet Konsulting, Warszawa 2006.
- [13] MICHALSKI M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- [14] RAPPAPORT A., *Creating Shaerholder Value. A Guide for Managers and Investors*, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- [15] SOKÓŁ A., SURMACZ A.O., *Ocena wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” nr 10/2009.
- [16] URBANEK P., *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006.
- [17] Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U., nr 94, poz. 1037.
- [18] Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej, Dz.U., nr 45, poz. 236.
- [19] WAWRZYNIAK B., *Nadzór korporacyjny: Perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” nr 2/2000.
- [20] ZALEGA K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Wyd. SGH, Warszawa 2003.

CREATING VALUE FOR THE OWNER OF THE MUNICIPAL COMPANIES

SUMMARY

This paper constitutes an attempt to define the efficiency of corporate governance in companies with local government's participation. The evaluation was made in terms of changes in companies values. The changes were estimated using net assets method and Economic Value Added (EVA™). The comparison of this values (in middle-term perspective) allowed to assess, to what degree the Supervisory Board actions were pointed at creating the values of companies.

Key words: corporate governance, value of enterprise, municipal enterprise.