

S t u d i a i A n a l i z y
S t u d i e s & A n a l y s e s

*Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych*



*Center for Social
and Economic Research*

331

Wioletta Nawrot

**Wzmocnienie podażowej strony rynku jako warunek
rozwoju publicznego rynku akcji w Polsce**

Warszawa, październik 2006



Prezentowane w serii „Studia i Analizy” stanowiska merytoryczne wyrażają osobiste poglądy autora (autorów) i niekoniecznie są zbieżne z oficjalnym stanowiskiem CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.

Publikacja przygotowana dzięki finansowemu wsparciu Rabobank Polska S.A.

Słowa kluczowe: **rynek kapitałowy, giełda papierów wartościowych, publiczny rynek akcji, podaż, emisja nowych akcji, obrót akcjami, rozwój rynku papierów wartościowych**

© CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa 2006

Projekt graficzny: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

ISSN 1506-1701,
ISBN 978-83-7178-411-8
EAN 9788371784118

Wydawca:

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

ul. Sienkiewicza 12, 00-1010 Warszawa

tel.: (48 22) 622 66 27, 828 61 33, fax (48 22) 828 60 69

e-mail: case@case.com.pl

<http://www.case.com.pl>



Spis treści

1. Podaż na publicznym rynku akcji: kto ją kreuje i od jakich czynników ona zależy	6
2. Konieczność równomiernego rozwoju strony podaźowej oraz popytowej rynku jako warunek rozwoju publicznego rynku akcji	8
3. Analiza podaży akcji na rynku pierwotnym w Polsce	10
4. Analiza podaży akcji na rynku wtórnym w Polsce.	14
5. Niedostateczna podaż walorów jako zagrożenie dla rozwoju publicznego rynku akcji.	19
6. Podsumowanie	21
Bibliografia.	21

Wioletta Nawrot

Wioletta Nawrot współpracuje z CASE od 2000 roku. Uzyskała stopień doktora nauk ekonomicznych w Université de Paris I Panthéon-Sorbonne w Paryżu (2002) oraz w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (2002). Wcześniej ukończyła studia na kierunku Zarządzanie i Marketing również w Szkole Głównej Handlowej, uzyskując w 1997r. stopień magistra. Przez 5 lat pracowała jako audytor i konsultant finansowy. Obecnie zajmuje się pracą naukową, specjalizując się w finansach i integracji europejskiej. Jej szczególne zainteresowania naukowe koncentrują się na zagadnieniach finansów firm, corporate governance oraz rynków kapitałowych. Wioletta Nawrot uczestniczyła w wielu projektach badawczych, w tym międzynarodowych i jest autorką lub współautorką wielu publikacji. Napisała również 3 książki o tematyce rynku kapitałowego.



Streszczenie

Dla rozwoju publicznego rynku akcji konieczne jest, aby obydwie strony rynku, tj. strona podażowa oraz strona popytowa, rozwijały się równomiernie, bowiem zbyt dynamiczny rozwój tylko jednej z nich może istotnie zahamować rozwój całego rynku. Przeprowadzona analiza strony podażowej publicznego rynku akcji w Polsce wykazała, iż strona ta nie jest dostatecznie rozwinięta, a w ostatnich latach jej rozwój został istotnie zahamowany. Utrzymywanie w długim okresie czasu takiego stanu rzeczy mogłoby pociągnąć za sobą poważne dla rynku i jego uczestników konsekwencje. Z tego względu wzmocnienie podażowej strony rynku wydaje się obecnie jednym z kluczowych wyzwań, którego podjęcie umożliwi dalszy rozwój publicznego rynku akcji w Polsce.

I. Podaż na publicznym rynku akcji: kto ją kreuje i od jakich czynników ona zależy

Rynek papierów wartościowych można podzielić na publiczny oraz prywatny. Na rynku publicznym walory udostępniane są szerokiemu gronu odbiorców, podczas gdy emisja akcji na rynku prywatnym przeprowadzana jest dla konkretnych, nielicznych inwestorów. Podaż na publicznym rynku akcji¹ to udostępnienie akcji w ofercie publicznej przez spółkę będącą emitentem walorów (rynek pierwotny) lub wystawienie akcji na sprzedaż przez inwestorów (rynek wtórny). Inwestorzy wystawiający akcje na sprzedaż na giełdzie papierów wartościowych wchodzi w posiadanie akcji bądź na rynku pierwotnym, bądź już po ich wprowadzeniu do obrotu giełdowego – na rynku wtórnym.

Poprzez sprzedaż akcji na rynku pierwotnym przedsiębiorstwa pozyskują kapitał w wielkości odpowiadającej iloczynowi liczby akcji oraz ich ceny emisyjnej², natomiast sprzedaż akcji na rynku wtórnym pozwala inwestorom na realizację zysku z inwestycji kapitałowej (portfelowej). Zysk ten to różnica pomiędzy ceną zakupu a ceną sprzedaży akcji.

Podaż akcji na rynku pierwotnym³ uzależniona jest od wielu czynników, zarówno obiektywnych, jak też subiektywnych. Spółki decydują się na emisję akcji i ich udostępnienie inwestorom na rynku pierwotnym, a następnie na wprowadzenie tych walorów do obrotu giełdowego, kierując się przede wszystkim chęcią pozyskania kapitału na rozwój firmy oraz perspektywą większego dostępu do funduszy kapitałowych w przyszłości. Dla emitentów motywujące może być również zapewnienie akcjonariuszom lepszej płynności lub dokonanie zmian w zarządzaniu firmą. W omawianej operacji spółka może się również kierować zamiarem uzyskania efektów marketingowych dla firmy, jej produktów oraz usług. Na emisję akcji na rynku publicznym mogą się zdecydować także spółki, które w swojej strategii zakładają nabycie lub połączenie się ze spółką, której akcje są przedmiotem obrotu giełdowego⁴.

Podjęcie decyzji o przeprowadzeniu emisji akcji na rynku publicznym stawia emitenta przed koniecznością ustalenia optymalnego, z punktu widzenia spółki, terminu sprzedaży akcji. Do kluczowych kryteriów wyboru wspomnianego terminu można zaliczyć konkurencję wśród emitentów przygotowujących publiczną ofertę akcji, koniunkturę na giełdowym rynku akcji, kondycję gospodarki oraz sytuację polityczną w kraju plasowania walorów. Biorąc pod uwagę konkurencję po stronie podaży na pierwotnym rynku akcji oczywiste jest, iż z punktu widzenia emitenta korzystne jest udostępnienie akcji inwestorom w okresie jak najmniejszej konkurencji ze strony innych emitentów. Koniunktura na giełdowym rynku akcji ma istotny wpływ na wysokość ceny emisyjnej akcji, gdyż wycena akcji na rynku pierwotnym nie odbywa się w oderwaniu od cen na giełdzie papierów wartościowych. Dotyczy to zarówno kursów akcji tej samej spółki – w przypadku, gdy spółka podejmuje się kolejnej emisji akcji, jak również cen akcji innych spółek – np. firm z tej samej branży, spółek o podobnej wielkości, podmiotów o zbliżo-

¹ Zgodnie z polską Ustawą z 29 lipca 2005r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2005r. nr 184, poz. 1539, art. 3) oferta publiczna jest to udostępnianie na terytorium RP, co najmniej 100 osobom albo nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

² Akcje według ich ceny nominalnej odnoszone są w poczet kapitału zakładowego spółki, natomiast różnica pomiędzy wartością emisyjną (ceną po której przydzielane są akcje nowej emisji) i nominalną zasila kapitał zapasowy spółki.

³ W dużej mierze publicznej ofercie akcji towarzyszy ich wprowadzenie do obrotu giełdowego, choć są stosunkowo nieliczne przypadki spółek, których akcje nie debiutowały na giełdzie.

⁴ Więcej na temat korzyści płynących z emisji przez spółki akcji, ich udostępnienia na rynku publicznym, a następnie wprowadzenia tych walorów do obrotu giełdowego patrz np.: Pagano M., Paneta F., Zingales L. (1998), Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. The Journal of Finance, vol. LIII, nr 1, s. 27-64; Chemmanur T., Fulghieri P. (1999), A Theory of the Going-Public Decision. The Review of Financial Studies, vol. 12, nr 2, s. 249-279.

nych planach strategicznych, itp. Kontynuując prowadzone rozważania - od koniunktury makroekonomicznej uzależnione są zamierzenia inwestycyjne przedsiębiorstw i dla tej grupy przedsiębiorców, która zdecydowała się na sfinansowanie planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych w drodze publicznej emisji akcji optymalne wydaje się przeprowadzenie emisji w okresie niewiele poprzedzającym rozpoczęcie planowanych projektów inwestycyjnych. Zapewne sytuacja polityczna w kraju może w pewien sposób determinować termin przeprowadzenia publicznej emisji akcji, m.in. z tego względu, iż ma ona istotne przełożenie na stabilność gospodarczą kraju, brana pod uwagę w długookresowym planowaniu działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Wszystkie omówione czynniki nie wypełniają katalogu determinantów podaży akcji na publicznym rynku pierwotnym, ale należą do najbardziej istotnych.

Jak wspomniano, po przydziale akcji pochodzących z oferty publicznej, emitent podejmuje niezbędne czynności formalno-prawne umożliwiające wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego⁵. Inwestorzy, którzy weszli w posiadanie akcji na rynku pierwotnym mogą utrzymywać omawiane walory w portfelu inwestycyjnym, bądź wystawić je do sprzedaży na giełdzie papierów wartościowych. O podaży akcji na rynku wtórnym, tak jak w przypadku podaży na rynku pierwotnym również decydują liczne czynniki.

Podaż na rynku wtórnym uzależniona jest m.in. od strategii inwestycyjnej posiadaczy akcji. Jeżeli są to inwestorzy lokujący fundusze w horyzoncie długoterminowym, wówczas można zakładać, iż będące w ich portfelu akcje „zamrożone są” w czasie objętym inwestycją. Do takich inwestorów można zaliczyć na przykład niektóre typy funduszy inwestycyjnych oraz fundusze emerytalne, których zadaniem jest uzyskanie jak najwyższej stopy zwrotu z dokonywanych na rynku papierów wartościowych inwestycji w średnim i długim okresie czasu. Akcje mogą być utrzymywane w portfelach inwestycyjnych w długim okresie czasu również przez takich inwestorów, którym obok uprawnień majątkowych płynących z będących w ich posiadaniu akcji (m.in. dywidendy) zależy też na realizacji uprawnień korporacyjnych, przejawiających się m.in. udziałem w zarządzaniu spółką. Takich inwestorów, będących w posiadaniu znacznego pakietu akcji, nazywa się często inwestorami „strategicznymi”. Nietrudno zauważyć, iż w omówionych powyżej przypadkach, akcje (w długim okresie czasu) wykluczone są z obrotu giełdowego. Inaczej mówiąc, akcje te w długim okresie czasu nie stanowią źródła podaży na rynku wtórnym.

Inaczej rzecz się ma w przypadku inwestorów nastawionych w swoich strategiach inwestycyjnych na realizację dochodów w krótkim okresie czasu i raczej nie zainteresowanych udziałem w zarządzaniu spółką, której są akcjonariuszami. Takich akcjonariuszy nazywa się niekiedy inwestorami „finansowymi”. Do takich inwestorów należą przeważnie osoby fizyczne, będące w posiadaniu niewielkich pakietów akcji pojedynczych spółek (tzw. „drobni” inwestorzy), choć oczywiście mogą to być również inwestorzy instytucjonalni, na przykład fundusze inwestycyjne wzrostu, których głównym celem jest wzrost zysku kapitałowego, tj. powiększanie wartości inwestycji w wyniku wyżki kursów walorów. W przeciwieństwie do inwestorów długoterminowych, omawiana grupa inwestorów jest bardziej skłonna do składania zleceń sprzedaży akcji, inaczej mówiąc – do zgłaszania podaży akcji na rynku wtórnym.

Obok strategii inwestycyjnej posiadaczy akcji, podaż akcji na rynku wtórnym może być też uzależniona od innych czynników, m.in. od koniunktury giełdowej, ryzyka towarzyszącego danym papierom wartościowym, koniunktury makroekonomicznej, czy sytuacji politycznej. Rozpocznijmy od kwestii koniunktury giełdowej. W zależności od strategii inwestycyjnej akcjonariusza, zmiany w koniunkturze giełdowej lub oczekiwania co do takich zmian mogą mieć wpływ na podaż akcji na rynku wtórnym. Tak na przykład, przewidywania co do zakończenia się okresu hossy na rynku papierów wartościowych mogą stanowić dla inwestorów, przede wszystkim „krótkoterminowych”, sygnał do sprzedaży będących w ich portfelach inwestycyjnych akcji i realizacji zysków kapitałowych. Istotne ryzyko towarzyszące akcjom, m.in. ryzyko działalności firmy, może być również sygnałem do pozbycia się będących w posiadaniu inwestorów walorów. Źródłem podaży mogą być też akcje w czasie,

⁵ Więcej na ten temat patrz np.: Nawrot W. (2006), Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie. Jednolity rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.

w którym przewidywania co do koniunktury gospodarczej nie są optymistyczne. Albowiem osłabienie kondycji gospodarki może mieć w sposób oczywisty negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw, a tym samym na wycenę rynkową akcji spółek notowanych na giełdzie (spadające kursy akcji). Istotnym czynnikiem jest też sytuacja polityczna. W okresie napięć politycznych oraz rządów nieodpowiedzialnych opcji politycznych sytuacja polityczna może się przyczynić do osłabienia, czy nawet zdestabilizowania gospodarki, może być ważnym impulsem do wyprzedzaży przez inwestorów akcji spółek.

Omówione czynniki, poczynając od przewidywań co do osłabienia koniunktury giełdowej, po zahamowanie wzrostu gospodarczego, czy niestabilność sceny politycznej, poniekąd ściśle ze sobą związane, mogą stać się źródłem wzmożonej podaży akcji. Z tego rodzaju wyprzedzaży akcji, jeżeli byłaby zakrojona na szeroką skalę i miała niezwykle dynamiczny przebieg, można byłoby łączyć nawet ryzyko krachu na giełdowym rynku akcji. Takie sytuacje należą jednak do rzadkości, ale należy pamiętać, iż w dotychczasowej historii miały one miejsce.

Z punktu widzenia potrzeb tego opracowania rozważania ograniczone zostaną do zgłaszania podaży akcji na rynku wtórnym w okresie, dla którego wskazane powyżej zagrożenia nie występują.

Podsumowując, podaź na rynku wtórnym zgłaszana jest przez inwestorów, którzy z różnych powodów chcą się pozbyć konkretnych akcji. Niekiedy operacji takiej towarzyszy chęć realizacji (zmaksymalizowania) zysku kapitałowego, niekiedy ograniczenia ryzyka inwestycyjnego, czy optymalizacji portfela inwestycyjnego.

2. Konieczność równomiernego rozwoju strony podażowej oraz popytowej rynku jako warunek rozwoju publicznego rynku akcji

Rozważań w niniejszej pracy nie można ograniczyć wyłącznie do strony podażowej publicznego rynku akcji, gdyż jest ona istotnie uzależniona od zgłaszanego popytu. To przede wszystkim popyt na akcje na rynku pierwotnym, jako odpowiedź na zadeklarowaną przez emitenta podaź, determinuje cenę emisyjną akcji, natomiast na rynku wtórnym popyt determinuje kurs akcji. Nie ma tu miejsca na prowadzenie głębszych rozważań teoretycznych na temat ustalania ceny emisyjnej na rynku pierwotnym oraz kursu akcji na rynku wtórnym, zwróćmy jednak uwagę na koncepcję tzw. „wartości wewnętrznej” akcji w zestawieniu z wyceną rynkową akcji na rynku giełdowym⁶. „Wartość wewnętrzna”, inaczej mówiąc „wartość fundamentalną” można określić jako „wewnętrzny” potencjał spółki do generowania wartości ekonomicznej dla jej akcjonariuszy, czyli do maksymalizacji wartości rynkowej spółki w długim okresie czasu⁷. Istnieje kilka różnych metod na oszacowanie wspomnianego „wewnętrznego” potencjału spółki, w oparciu o przepływy pieniężne w firmie, koszt kapitału, itp.⁸. Biorąc pod uwagę koncepcję „wartości wewnętrznej” akcji można przyjąć, iż z teoretycznego punktu widzenia kurs akcji ustalony, jak wiadomo, pod wpływem dwóch stron rynku akcji – strony podażowej oraz popytowej, powinien oscylować wokół tej „wartości wewnętrznej”. Wypada tutaj też wspomnieć o koncepcji „efektywności informacyjnej rynku akcji”, która głosi, iż efektywny rynek papierów wartościowych dyskontuje każdą pojawiającą się na rynku informację dotyczącą spółki, której akcje są przedmiotem obrotu giełdowego, korygując kurs akcji w górę, jeżeli informacja wskazuje na wzmocnienie potencjału firmy do generowania wartości ekonomicznej dla jej

⁶ Więcej na temat „wewnętrznej wartości akcji” patrz np.: Jaworski T. (1999), Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.

⁷ Zgodnie z teorią efektywności alokacyjnej rynku kapitałowego, zasoby występujące w gospodarce kierowane są do najbardziej prężnych przedsiębiorstw. Z tych też powodów maksymalizacja wartości rynkowej akcji jest współcześnie uznawana za podstawowy, długookresowy cel przedsiębiorstwa.

⁸ Więcej na ten temat patrz np.: Copeland T., Koller T., Murrin J. (2005), Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. Fourth Edition by McKinsey&Company Inc.; Cwynar A., Cwynar W. (2002), Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Wydawnictwo Fundacji Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

akcjonariuszy, lub w dół, w przypadku informacji o zabarwieniu negatywnym⁹. W przypadku, gdy wartość rynkowa akcji jest wyższa od ich „wartości fundamentalnej”, wówczas mówi się o „przewartościowaniu akcji”, w przeciwnym przypadku – o „niedowartościowaniu akcji”. Wskazując na ważną funkcję, jaką obok innych funkcji z założenia spełnia giełdowy rynek akcji, tj. dokonywanie wyceny rynkowej akcji spółek, można wskazać, iż przewartościowanie akcji jest teoretycznie sygnałem dla inwestorów do ich sprzedaży, natomiast niedowartościowanie akcji – do ich zakupu. W taki sposób mechanizmy rynkowe sprowadziłyby kurs akcji (rynkową wartość akcji) do jej „fundamentalnego” poziomu.

Zasygnalizowany tutaj teoretyczny model funkcjonowania giełdowego rynku akcji z punktu widzenia wyceny notowanych na rynku walorów w oparciu o ich wartość „teoretyczną” (inaczej „wewnętrzną”, „fundamentalną”), w praktyce może okazać się trudny do osiągnięcia. Dotyczy to w szczególności młodych rynków akcji: niewystarczająco dużych¹⁰, zbyt płytkich¹¹, charakteryzujących się zbyt słabą płynnością, czyli również takich, na których jedna ze stron: podażowa lub popytowa jest bardziej prężna, niż druga. Poza tym rynek może charakteryzować się niskim stopniem efektywności informacyjnej, co oznacza, iż nie wszystkie informacje na temat firmy odzwierciedlane są w cenach papierów wartościowych¹². Wskazując na konsekwencje takiego stanu rzeczy, zakładając na przykład, iż strona popytowa publicznego rynku akcji jest bardziej rozwinięta niż strona podażowa, można przewidzieć istotne oderwanie wartości rynkowej akcji od ich wartości „wewnętrznej” w kierunku przewartościowania. Niewielka podaż akcji w zderzeniu z dynamicznie rosnącym, ze względów strukturalnych, popytem może doprowadzić do nadmiernego, nieuzasadnionego fundamentalnie, wzrostu kursów akcji na giełdzie, ze wszelkimi tego negatywnymi konsekwencjami, w tym m.in. ze zwiększonym ryzykiem gwałtownego załamania się rynku akcji. Zakładając zaś, iż ze względów strukturalnych strona podażowa rynku byłaby lepiej rozwinięta niż strona popytowa, można byłoby się spodziewać niedowartościowania akcji spółek. Długookresowe niedowartościowanie akcji miałyby przełożenie m.in. na osłabienie perspektyw pozyskania przez spółki nowych funduszy kapitałowych na publicznym rynku akcji. Szczególnie niekorzystny z punktu widzenia spółek mógłby okazać się wzrost kosztu pozyskania kapitału w drodze publicznej emisji akcji.

W tym miejscu ważne wydaje się też zwrócenie uwagi na kwestię płynności rynku akcji. Uznaje się, iż rynek akcji (akcje) jest płynny, jeśli inwestorzy, którzy noszą się z zamiarem zakupu lub sprzedaży walorów, nie mają problemów z jego realizacją. Z punktu widzenia płynności rynku ważne jest więc, aby jak największa pula akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych znajdowała się w „czynnym” obrocie. Ten „czynny” obrót determinowany jest m.in. poprzez podaż akcji na rynku wtórnym oraz z drugiej strony poprzez popyt na te walory. W przypadku, gdy jedna ze stron rynku akcji, niezależnie czy jest to strona podażowa, czy popytowa, jest niewystarczająco rozwinięta w porównaniu z drugą, wówczas płynność rynku może być istotnie zagrożona. Warto też podkreślić, iż odpowiednia płynność na rynku papierów wartościowych jest głównym czynnikiem rozwoju tego rynku, między innymi z tego względu, iż w dużej mierze determinuje ona ryzyko inwestycyjne na rynku akcji.

Podsumowując należy stwierdzić, iż o rozwoju publicznego rynku akcji decyduje rozwój zarówno strony podażowej, jak również strony popytowej rynku. Konieczne jest przy tym, aby obydwie strony rynku papierów wartościowych rozwijały się w sposób równomierny. Rozwój tylko jednej ze stron rynku, bądź to popytowej, bądź podażowej, przy braku „odzewu” z drugiej strony rynku może istotnie zahamować rozwój całego rynku.

⁹ Na efektywnym rynku kapitałowym ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wszystkie informacje – publiczne i prywatne. Więcej nt. efektywności rynku walorów patrz np.: Fama E. (1991), *Efficient Capital Markets II*. Journal of Finance, vol. XXVI, nr 5, s. 1575-1617; Gillet P. (1999), *L'Efficiency des Marchés Financiers*. Economica, Paris.

¹⁰ Rynek duży to określenie rozmiaru rynku; duży jest rynek, na którym działa wielu inwestorów oraz animatorów rynku oraz emitentów.

¹¹ Rynek głęboki / płytki to także określenia rozmiaru rynku; rynek głęboki to taki, na którym nie ma trudności z pozyskaniem funduszy.

¹² Więcej na ten temat patrz np. Elton E., Gruber M. (1998), *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*. WIG-Press, Warszawa, s. 497-501.

3. Analiza podaży akcji na rynku pierwotnym w Polsce

Jak wskazano, podaż na pierwotnym rynku akcji odnosi się do walorów udostępnionych przez spółki w ofercie publicznej. Wartość emisji akcji i ich sprzedaż inwestorom na rynku pierwotnym odpowiada wartości kapitału pozyskanego przez emitentów akcji na rynku publicznym.

Źródłem podaży na rynku pierwotnym mogą być akcje pochodzące z pierwszej oferty publicznej lub akcje spółek, których walory są już przedmiotem obrotu giełdowego i które decydują się na przeprowadzenie kolejnych emisji akcji. W tabeli nr 1 przedstawiono wartość emisji akcji w Polsce w latach 1991-2005. Wartość tę w poszczególnych latach odniesiono też do kapitalizacji rynku akcji wygenerowanej w każdym z kolejnych okresów¹³.

Tabela 1. Wartość emisji akcji w pierwszej oraz kolejnych ofertach publicznych w latach 1991-2005 (w mln zł)

<i>Emisje akcji w latach 1991-1998</i>								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Warto pierwszych ofert publicznych	82	31	336	512	829	32	4.613	4.241
Dynamika zmian (w %)	-	-62	+983	+52	+62	-96	+14316	-8
Wartość akcji z kolejnych emisji	3	3	21	1.317	432	1.079	3.262	3.798
Razem publiczne emisje akcji	84	35	357	1.829	1.262	1.111	7.874	8.039
Dynamika zmian (w %)	-	-59	+920	+412	-31%	-12%	+609	+2%
Publiczne emisje akcji w stosunku do rocznego przyrostu kapitalizacji **	52%	18%	7%	108%	33%	9%	40%	28%
<i>Emisje akcji w latach 1999-2005</i>								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*	Razem 1991-2005
Wartość pierwszych ofert publicznych	2.418	232	7	9	0	9.196	1.658	24.196
Wartość akcji z kolejnych emisji	2.504	3.840	2.916	566	1.493	3.637	5.558	30.430
Razem publiczne emisje akcji	4.923	4.072	2.923	575	1.493	12.834	7.216	54.626
Dynamika zmian (w %)	-39	-17	-28	-80	+160	+760	-44%	
Publiczne emisje akcji w stosunku do rocznego przyrostu kapitalizacji **	10%	61%	-11%	8%	3%	10%	5%	

* Dane do 23.10.2005 r.

** Roczny przyrost kapitalizacji rynku akcji, tj. kapitalizacja w roku „t” minus kapitalizacja w roku „t – 1”.

Por. wykres nr 3.

Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie: Raport Roczny 2005 KPWiG oraz danych GPW.

Jak wskazują dane zawarte w tabeli 1, w okresie od 1991 r. do 2005 r. na rynku publicznym przeprowadzono emisje akcji o łącznej wartości sięgającej 55 mld zł. Wartość pierwszych ofert publicznych w badanym okresie wyniosła ok. 24 mld zł., kolejne emisje akcji spółek osiągnęły natomiast wartość prawie 31 mld zł. Na początku lat 90. XX w. wartość emisji akcji na rynku publicznym była stosunkowo niewielka, po czym w 1994 r. wartość ta po raz pierwszy przekroczyła 1 mld złotych. Istotny przyrost wartości nowych emisji akcji miał miejsce w 1997 i następnym roku, kiedy wyniósł on po ok. 8 mld zł. W kolejnych latach wartość publicznych emisji akcji wyraźnie spadała, osiągając w 1999 r. ok. 5 mld zł, w 2000 r. 4 mld zł oraz w 2001 r. 3 mld zł. W 2002 r. nowe emisje akcji osiągnęły wartość najniższą z całego dziesięcioletniego okresu poprzedzającego omawiany okres – zaledwie pół miliarda złotych. Ożywienie na rynku nowych ofert publicznych akcji rozpoczęło się w 2003 r., natomiast w 2004 r. odnotowano rekordowo wysoką wartość nowych ofert publicznych akcji, wynoszącą prawie 13 mld zł. W 2005 r. wartość ta spadła niemalże o połowę w porównaniu z rokiem poprzednim, pomimo tego rok ten zaliczyć można do bardziej udanych, jeżeli chodzi o podaż akcji na pierwotnym rynku akcji.

Jak już wspomniano w części teoretycznej opracowania (pkt. I), podaż akcji na rynku pierwotnym uzależniona jest od wielu czynników, wśród których istotne znaczenie ma między innymi koniunktura giełdowa oraz kondycja gospodarki. Wracając raz jeszcze do danych zaprezentowanych w tabeli 1 można zauważyć, iż największe załamanie podaży na pierwotnym rynku akcji w Polsce miało miejsce na początku XXI wieku. Na okres ten

¹³ Wielkość ta wykorzystana została w dalszych rozważaniach. Por. wykres nr 3.

przypadło znaczne osłabienie koniunktury giełdowej, które było wynikiem m.in. istotnego zwolnienia gospodarki nie tylko krajowej, ale również gospodarki światowej. Ożywienie gospodarcze, którego pierwsze znaki zauważono w 2003 r., przełożyło się również na ożywienie na rynku publicznych ofert akcji. Niestety przewiduje się, iż wyjątkowo dobre wyniki osiągnięte na omawianym polu w szczególności w 2004, ale również w 2005 r., w kolejnych latach się nie powtórzą. Głównym powodem jest przewidywanie co do zakończenia trwającej od ok. trzech lat hossy giełdowej. Już pierwsze wyniki za rok 2006 nie są pocieszające, skoro w pierwszym kwartale 2006 roku wartość nowych emisji publicznych miała znikomą wartość.

Analizując podażową stronę publicznego rynku akcji warto również zwrócić uwagę na liczbę emisji przeprowadzonych do 2005 roku włącznie przez działające na tym rynku spółki.

Tabela 2. Liczba pierwszych i kolejnych ofert publicznych akcji przeprowadzonych przez jedną spółkę w latach 1991-2005*

Liczba ofert	14	8	7	6	5	4	3	2	1	0	suma
Liczba spółek	2	2	5	8	10	21	40	78	124	82	372
Struktura (czyli udział w populacji spółek giełdowych)	<1%	<1%	1%	2%	3%	6%	11%	21%	33%	22%	100%
Razem oferty publiczne	28	16	35	48	50	84	120	156	124	0	661**

* Dane do 23.10.2005 r.

Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie: Raport Roczny 2005 KPWiG.

Jak wskazują dane przedstawione w tabeli 2, rekordowa liczba ofert publicznych akcji podjętych w badanym okresie przez pojedynczy podmiot wyniosła 14. W latach 1991-2005 dwie spółki: ComputerLand SA oraz Kredyt Bank SA wyemitowały akcje w 14 kolejnych seriach, plasując je na rynku publicznym. Drugie miejsce zajęły spółki Fortis Bank SA oraz Softbank SA, które podjęły się nowych emisji ośmiokrotnie. I tak kolejno w analizowanym okresie 5 spółek przeprowadziło po 7 nowych emisji plasując je na publicznym rynku akcji, 8 spółek po 6 emisji oraz 10 podmiotów – po 5. Dwa razy więcej podmiotów (21) podjęło się 4 operacji nowych emisji akcji, 40 spółek trzykrotnie udostępniało akcje w ofercie publicznej, 78 firm pozyskało natomiast nowe fundusze kapitałowe na publicznym rynku akcji dwukrotnie. Co trzecia spółka notowana na giełdzie warszawskiej zdecydowała się tylko na jedną (poza pierwotną) emisję akcji. Blisko jedna czwarta spółek (82), nie przeprowadziła żadnej oferty publicznej akcji po wejściu na giełdę. W grupie tej znajdują się jednak, po pierwsze, podmioty, które przygotowują się do przeprowadzenia oferty publicznej i na taką operację uzyskały już zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG), po drugie – spółki, których oferty publiczne nie doszły do skutku¹⁴, no i oczywiście – podmioty, które nie przeprowadziły nowej emisji akcji.

W latach 1991-2005 na publicznym rynku akcji uplasowano razem 661 nowych ofert akcji. 124 z nich stanowiły pierwsze oferty publiczne, reszta zaś odpowiadała kolejnym ofertom akcji.

Zdarza się, iż spółki decydują się na przeprowadzenie emisji akcji Polsce, które następnie nie trafiają do sprzedaży na krajowym rynku pierwotnym, tylko zdeponowane w banku krajowym stanowią podstawę wystawienia walorów w innym kraju. Taka sytuacja dotyczy przypadku, w którym spółka krajowa decyduje się na wykorzystanie programu kwitów depozytowych za granicą. Kwity depozytowe emitowane są w oparciu o akcje „zamrożone” w kraju siedziby emitenta, i następnie plasowane na wybranym rynku zagranicznym lub kilku rynkach jednocześnie. Emisja przez polskie spółki kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych może pociągać za sobą pewne negatywne konsekwencje, bowiem krajowy rynek akcji pozbawiony zostaje, w pewnym sensie, puli akcji, które mogłyby stać się przedmiotem podaży na rynku krajowym.

¹⁴ Taka sytuacja ma miejsce, gdy w wyznaczonym terminie odpowiednio duża liczba akcji nie zostanie subskrybowana, bądź należycie opłaconą. Emitent może też ustalić minimalną cenę emisyjną, po której dana oferta publiczna może dojść do skutku. W przypadku niedojścia emisji do skutku, spółka zobowiązana jest ogłosić zaistniały fakt publicznie oraz wezwać subskrybentów do odbioru wpłaconych kwot w terminie 2 tygodni od dnia ogłoszenia wezwania. Źródło: Ustawa z 15 września 2000r. – Kodeks spółek handlowych. Dz.U. z 2000r. nr 94, poz. 1037, z późniejszymi zmianami, art. 438.

Tabela 3. Programy kwitów depozytowych z udziałem polskich spółek

Nazwa spółki akcyjnej	Data debiutu na GPW	Data debiutu na giełdzie zagran.	Rodzaj kwitów	Rynek zagraniczny	Cel emisji	Wielkość emisji kwitów	Cena kwitów	Stos. zam: kwity/akcje	Bank depozytowy	Bank powierniczy
							Pozyskany kapitał			
AGORA	20-04-1999	05-03-1999	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	nowy kapitał efekt. wycena baza inwestorów	12% akcji	bd	1:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	BIG-BG
BANK HANDLOWY	30-06-1997	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	prywatyzacja prestiz i reklama baza inwestorów	6% akcji 3,9 mln	10,81USD	1:1	The Bank of New York	Bank Handlowy
							42 mln USD			
BIG-BG	13-08-1992	29-07-1997	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	nowy kapitał	33% akcji 3 mln	14,70 USD	1:15	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
							44 mln USD			
EFL	09-05-2000	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	nowy kapitał baza inwestorów efekt. wycena	27% 3,4 mln	17,76 USD	2:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	BIG-BG
							61 mln UDS			
EXBUD	16-04-1991	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	PortalLuxemb. LSE	nowy kapitał baza inwestorów prestiz i reklama	32% akcji 4,8 mln	30 zł	1:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	Bank Handlowy
							144 mln zł			
KGHM Polska Miedz	10-07-1997	14-07-1997	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	prywatyzacja baza inwestorów prestiz i reklama	26% akcji	bd	1:2	Deutsche Bank-Bankers Trust	Deutsche Bank Polska
KREDYT BANK PBI	25-07-1994	22-12-1997	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał	30% akcji 12 mln	bd	1:5	Deutsche Bank-Bankers Trust	Bank Handlowy
MOSTOSTAL EXPORT	28-05-1992	bd	ADR poz. I	OTC	bd	bd	bd	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
MOSTOSTAL W-WA	14-10-1993	13-05-1998	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał efekt. wycena baza inwestorów	25% akcji 2,5 mln	7,80 USD	1:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	Bank Handlowy
							19 mln USD			
NETIA	11-07-2000	program zamknięty	ADR poz. III GDR	NASDAQ LSE	nowy kapitał	21% 6,6 mln	22 i 25 USD	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
							149 mln USD			
ORFE	18-02-1999	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	bd	bd	bd	bd	bd	bd
BPH (program podjęty przez PBK)	21-10-1997	25-06-1999	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał prestiz i reklama	10% akcji 2,76 mln	69 zł	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
							191 mln zł			
BANK PEKAO	30-06-1998	31-10-2000	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał baza inwestorów efekt. wycena	2% akcji	bd	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
PKN ORLEN	26-11-1999	23-11-1999	GDR 144A/Reg S ADR poz. I	Portal OTC LSE	prywatyzacja prestiz i reklama	27% akcji	bd	1:2	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
PROKOM SOFTWARE	10-02-1998	08-12-1997	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał baza inwestorów	25% akcji	bd	2:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.
SOFTBANK	02-06-1998	08-04-1998	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał	20% akcji	bd	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A.

Tabela 3. cd. Programy kwitów depozytowych z udziałem polskich spółek

Nazwa spółki akcyjnej	Data debiutu na GPW	Data debiutu na giełdzie zagran.	Rodzaj kwitów	Rynek zagraniczny	Cel emisji	Wielkość emisji kwitów	Cena kwitów		Stos. zam: kwity/akcje	Bank depozytowy	Bank powierniczy
							Pozyskany kapitał				
STALEXPORT	26-10-1994	03-07-1998	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	baza inwestorów prestiz i reklama efekt. wycena	4% akcji	bd		1:1	The Bank of New York	Bank Handlowy
TELEKOMUNIKACJA POLSKA	08-11-2000	18-11-1998	GDR 144A/Reg S	Portal Luxemb. LSE	prywatyzacja baza inwestorów prestiz i reklama	10% akcji 210 mln	4,44 USD	932mln USD	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao S.A
UNIVERSAL	spółka wycofana z GPW	program zamknięty	ADR poz. I	OTC	bd	10% akcji	bd		1:2	The Bank of New York	Bank Pekao S.A

Objaśnienia terminów:

bd – brak danych,

Portal – Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages - System obrotu kwitami depozytowymi pochodzącymi z emisji prywatnej w USA,

LSE – London Stock Exchange - Giełda Papierów Wartościowych w Londynie,

Luxemb. – Bourse de Luxembourg - Giełda Papierów Wartościowych w Luksemburgu,

nowy kapitał – pozyskanie nowego kapitału,

baza inwestorów – pozyskanie nowych inwestorów, dywersyfikacja bazy inwestorów,

prywatyzacja – proces prywatyzacji spółki,

efektywna wycena – prawidłowa wycena walorów spółki, oparta na analizach profesjonalnych analityków papierów wartościowych,

prestiz i reklama – efekty marketingowe związane z wejściem spółki na giełdy zagraniczne.

Źródło: Nawrot W. (2005), Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych..., op. cit., s. 132-133.

Pierwszy program kwitów depozytowych z udziałem polskiej spółki podjęty został w 1995 r., w ramach prywatyzacji Banku Gdańskiego. Przeprowadzona z sukcesem operacja zachęciła też kilkanaście innych polskich spółek notowanych na giełdzie warszawskiej do podjęcia programu kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych. W większości przypadków spółki realizowały programy Globalnych Kwitów Depozytowych (GDR), które przewidują, po pierwsze, emisję kwitów depozytowych na rynku amerykańskim oraz ich wprowadzenie do obrotu na rynku pozagiełdowym w systemie PORTAL¹⁵, po drugie wystawienie GDR-ów z przeznaczeniem na rynek europejski oraz ich obrót na jednej lub kilku jednocześnie giełdach w Europie. Dwie polskie spółki podjęły program Amerykańskich Kwitów Depozytowych (ADR) na poziomie I (program ten nie zakłada pozyskania nowego kapitału). ADR-y wyemitowane zostały w oparciu o istniejące już akcje (zakupione na GPW) i wprowadzone do obrotów na amerykańskim rynku pozagiełdowym (OTC). Emisja ADR-ów na poziomie I podjęta została przez spółki: Mostostal Export oraz PKN Orlen. Program ten nie prowadzi do podwyższenia kapitału zakładowego spółki, pozwala jednak m.in. na dywersyfikację bazy inwestorów. Spółka PKN Orlen stanowiła szczególny przypadek z tego względu, iż emisja jej kwitów depozytowych odbyła się w ramach prywatyzacji. Skarb Państwa skierował ofertę ok. 27% akcji na rynki zagraniczne i w ramach tej oferty podjęty został program GDR-ów oraz ADR-ów na poziomie I. Spółka Netia, jako jedyna realizowała program ADR-ów na poziomie III, z którym wiąże się podwyższenie kapitału zakładowego. Szczegółowe informacje na temat polskich spółek, które podjęły programy kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych zawarte są w tabeli 3¹⁶.

4. Analiza podaży akcji na rynku wtórnym w Polsce

Regulowany obrót akcjami w Polsce odbywa się na rynku giełdowym zorganizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) oraz na rynku pozagiełdowym zarządzanym przez spółkę MTS CeTO S.A. (poprzednia nazwa spółki: Centralna Tabela Ofert S.A.)¹⁷. Do niedawna na CeTO wprowadzane były akcje małych i średnich spółek o dużym potencjale rozwojowym (rynek ten był wzorowany na amerykańskim NASDAQ), jednak spółka MTS-CeTO S.A. powoli odchodzi od tych walorów i w swojej strategii nastawia się na dalszy rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych¹⁸. Ze względu na niewielką rolę, jako obecnie CeTO odgrywa na publicznym rynku akcji, dalsza analiza ograniczona została do obrotu giełdowego.

Na koniec 2005 roku w obrocie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie uczestniczyły akcje 255 spółek. Szczegółowe informacje na temat liczby spółek wprowadzonych na GPW oraz wycofanych z giełdy w okresie od 1991 do 2005r. zawiera tabela 4.

Dane zawarte w tabeli 4 obejmują pełen okres funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i stanowią ilustrację zmian zachodzących na giełdzie w całym piętnastoleciu jej działania. Na początku lat 90. XX w. napływ spółek na rynek giełdowy był bardzo nieznaczny; do roku 1993 na giełdę wprowadzanych było rocznie zaledwie po kilka spółek. Wraz z rozwojem giełdowego rynku akcji, począwszy od 1994 roku liczba

¹⁵ PORTAL – *Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages* – System obrotu kwitami depozytowymi pochodzącymi z emisji prywatnej w USA.

¹⁶ Nawrot W. (2005), *Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych. ADR, GDR, EDR*. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa, s. 131-140.

¹⁷ MTS-CeTO S.A. jest instytucją dysponującą licencją na prowadzenie regulowanego rynku pozagiełdowego i jednocześnie mogącą tworzyć platformy elektronicznego obrotu papierami wartościowymi i instrumentami finansowymi także poza rynkiem regulowanym. W obecnej strukturze spółka MTS-CeTO S.A. zarządza dwoma segmentami rynku walorów – regulowanym rynkiem pozagiełdowym CeTO oraz niebędącym rynkiem regulowanym – systemem obrotu skarbowymi papierami wartościowymi MTS Poland. Na regulowanym rynku pozagiełdowym CeTO aktualnie (stan na kwiecień 2006r.) dokonuje się obrotu obligacjami przedsiębiorstw, obligacjami komunalnymi, obligacjami Skarbu Państwa, listami zastawnymi, certyfikatami zastawnymi oraz akcjami 18 spółek. Szerzej na ten temat patrz: www.mts-ceto.pl

¹⁸ Akcje ostatniej spółki (KPPD S.A.) wprowadzone zostały do obrotu pozagiełdowego w styczniu 2003 r.

Tabela 4. Spółki wprowadzone na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1991-2005, wg ich rodowodu

Rodowód spółek giełdowych	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Razem	Spółki wycofane z GPW	Liczba spółek notowanych na GPW pod koniec 2005 r.
Oferty Skarbu Państwa	9	5	4	8	6	3	10	5	1	1	0	0	0	2	7	61 18%	17	44
Wchodzące w skład grup kapitałowych	0	0	1	3	2	0	10	8	1	0	0	0	0	2	2	29 9%	8	21
Mieszana forma własności	0	2	0	1	6	3	1	1	0	2	0	0	0	0	0	16 5%	7	9
Prywatne o państwowym rodowodzie	0	0	0	7	4	6	10	13	8	1	2	0	0	4	5	60 18%	15	45
Prywatne od początku	0	0	1	3	3	6	6	19	16	8	7	5	6	27	20	127 37%	22	105
Spółki parterowe programu NFI	0	0	0	0	0	0	10	11	2	1	0	0	0	1	1	26 8%	9	17
NFI	0	0	0	0	0	0	15	0	0	0	0	0	0	0	0	15 5%	1	14
Liczba spółek wprowadzonych na GPW W tym zagran.	9	7	6	22	21	18	62	57	28	13	9	5	6 1	36 4	35 2	334 100%	-	-
Spółki wycofane z GPW	0	0	0	0	0	0	2	2	5	9	4	19	19	9	10	79	79	-
Liczba spółek na koniec roku	9	16	22	44	65	83	143	198	221	225	230	216	203	230	255	255	-	255
Wartość pierwszych ofert publicznych (mld zł)	0,1	0*	0,3	0,5	0,8	0*	5	4	2	0,2	0*	0*	0	9	2	24		

Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych GPW.

spółek wprowadzanych na GPW systematycznie wzrastała, osiągając rekordowy wynik w dwóch następujących po sobie latach: 1997 oraz 1998, kiedy na giełdę wprowadzano akcje ok. 60 spółek rocznie, czyli największą w 15-letniej historii GPW liczbę podmiotów. Dynamiczny przyrost liczby nowych spółek na GPW w 1997r. zawdzięczamy temu, iż w tym roku na giełdę wprowadzono akcje 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI). Począwszy od 1999 r. następował systematyczny spadek liczby wprowadzanych na giełdę spółek: w roku 1999 na giełdę przyjęto już tylko 28 spółek, rok później o połowę mniej, w latach 2001-2003 zaledwie po kilka spółek rocznie. Odwrócenie trendu nastąpiło w roku 2004, kiedy na giełdę warszawską wstąpiło 36 emitentów, czyli najwyższa od 1998 roku liczba nowoprzyjętych na GPW spółek, rok później – 35.

Do tabeli 4 dołączono również przedstawione wcześniej dane na temat wartości pierwszych ofert publicznych w poszczególnych latach okresu 1991-2005. Zestawiając te dane z liczbą spółek przyjętych na giełdę można zauważyć istotną ich zbieżność. W 1997 roku, kiedy na GPW wprowadzono akcje najwyższej w historii giełdy warszawskiej liczby spółek, na rynku pierwotnym w drodze pierwszej oferty publicznej pozyskano 5 mld złotych. Rok później na giełdę wstąpiło 57 spółek i w tym samym okresie wartość pierwszych emisji wyniosła 4 mld złotych. Podobna sytuacja miała miejsce w roku 2004, kiedy na GPW przyjęto 36 spółek; zaś w pierwszej ofercie publicznej udostępniono akcje o wartości 9 mld złotych. Stosunkowo słabo na tym tle wypada rok 2005, w którym na giełdę wstąpiło niewiele mniej spółek niż w 2004 roku, podczas gdy wartość pierwszych ofert publicznych w 2005 roku wyniosła zaledwie 2 mld złotych.

Biorąc pod uwagę rodowód spółek, których akcje wprowadzone zostały do obrotu giełdowego, największą ich liczbę stanowiły spółki od początku prywatne (37%), spółki prywatne o państwowym rodowodzie (18%) oraz oferty Skarbu Państwa (18%). Mniejsze znaczenie dla giełdowego rynku akcji miały podmioty wchodzące w skład grup kapitałowych (9%) oraz spółki parterowe programu NFI (8%). Rodowód pozostałych spółek wprowadzonych na giełdę, to Narodowe Fundusze Inwestycyjne (5%) oraz podmioty o mieszanej formie własności (5%).

W całym 15-leciu rynek giełdowy zasiliły akcje ogółem 334 spółek¹⁹, jednakże niemal jedna czwarta z tej liczby opuściła giełdowy rynek akcji (79 spółek). Wycofanie akcji tak znacznej liczby podmiotów musiało osłabić podaż na wtórnym rynku akcji. Szczegółowe informacje na temat spółek wycofanych z giełdy zawiera tabela 5.

Tabela 5. Spółki wycofane z GPW w latach 1991-2005 r. według przyczyn ich wycofania

Przyczyna wycofania	1991-1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Razem
Wycofanie akcji na wniosek spółki	0	1 50%	1 50%	2 40%	3 33%	2 50%	11 58%	8 42%	0 -	0 -	28 35%
M&A	0	1	1	2	5	1	1	2	8	5	26 33%
Upadłość spółki	0	0	0	1	1	1	3	8	1	5	20 25%
Wykluczenie na wniosek GPW lub KPWiG	0	0	0	0	0	0	4	1	0	0	5 7%
Liczba spółek wycofanych z giełdy	0	2 100%	2 100%	5 100%	9 100%	4 100%	19 100%	19 100%	9 100%	10 100%	79 100%

Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych GPW.

W pierwszych sześciu latach funkcjonowania giełdy warszawskiej (1991-1996) żadna ze spółek wprowadzonych na giełdę nie opuściła jej parkietu. Pierwsze dwie spółki wycofane zostały z GPW w 1997 roku, kolejne dwie w 1998 roku. W następnych latach z giełdy występowało po kilka spółek rocznie. Istotny wyjątek przypadł na lata 2002-2003, kiedy z GPW wycofano akcje aż 19 spółek rocznie. Ta negatywna z punktu widzenia podażowej strony giełdowego rynku akcji tendencja wyhamowana została w roku 2004, choć skala wyjścia z rynku giełdowego utrzymała się na wysokim poziomie 9 i 10 spółek odpowiednio w 2004 i 2005 roku. W rezultacie na koniec roku 2005 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie odbywał się obrót akcjami 255 spółek.

Wśród 79 podmiotów, których akcje wycofane zostały z obrotu giełdowego, największa ich liczba opuściła giełdę na własne życzenie (35%) oraz z powodu przejęcia przez inny podmiot (33%). Rzadszym powodem była upadłość (20%) oraz wykluczenie z rynku na wniosek Zarządu Giełdy bądź Urzędu Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (5 przypadków w 15-leciu giełdy).

Wycofywanie spółek z giełdy papierów wartościowych pociąga za sobą negatywne konsekwencje z punktu widzenia perspektyw rozwoju publicznego rynku akcji, ponieważ zmniejsza się liczba akcji w obrocie giełdowym, a jak wiadomo od liczby akcji notowanych na giełdzie uzależniona jest płynność rynku, wycena akcji oraz kapitalizacja rynku²⁰.

Powracając do tabeli 4 warto zwrócić uwagę na fakt, iż w roku 2002 oraz 2003 wycofano z giełdy więcej spółek, niż przyjęto nowych. Podczas gdy, na koniec 2001 roku na giełdzie warszawskiej obracano akcjami 230 spółek, rok później ich liczba (po raz pierwszy w historii GPW) spadła do 216, a w na koniec 2003 – do 203. W 2004, dzięki istotnemu napływowi nowych podmiotów na giełdę, liczba spółek na warszawskim parkiecie wzrosła do 230, natomiast według stanu na koniec 2005, jak wspomniano, liczba ta wyniosła 255.

W początkowej części niniejszego artykułu zwrócono uwagę na rolę, jaką dla rozwoju publicznego rynku walorów odgrywa wzmocnienie podażowej strony giełdowego rynku akcji, poprzez m.in. wprowadzanie nowych akcji do obrotu giełdowego. Zwiększanie liczby akcji na rynku giełdowym może jednak nie przynieść oczekiwanego rezultatu w postaci potencjalnego zwiększenia możliwości inwestycyjnych (zwiększenia podaży akcji na rynku), o ile wprowadza-

¹⁹ Warto zwrócić uwagę na fakt, iż liczba spółek wprowadzonych na GPW w latach 1991-2005 (334) nie równa się liczbie spółek, których akcje dopuszczone zostały przez KPWiG do obrotu publicznego (372) (por. tabela 2). Jest tak dlatego, że po pierwsze, liczba 372 zawiera również spółki, których akcje wprowadzone zostały do obrotu na rynku pozagiełdowym CeTO (część z tych podmiotów przeniesiona została na GPW, część wycofana z obrotu, akcje pozostałej liczby 18 spółek nadal są przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym), po drugie obejmuje te spółki, które jeszcze nie zakończyły publicznej oferty lub ich emisja z różnych przyczyn nie doszła do skutku.

²⁰ Szerzej na ten temat patrz np. Nawrot W. (2006), Wycofywanie spółek z obrotu giełdowego jako zagrożenie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Konsekwencje dla przedsiębiorstw. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw* nr 7.

dzione na giełdę akcje nie stanowią przedmiotu „czynnego” obrotu. Z perspektywy wzmocnienia podażowej strony giełdowego (wtórnego) rynku akcji istotną rolę odgrywa również tzw. *free float* giełdowego rynku akcji, który określa akcje objęte przez inwestorów w małych pakietach²¹. Zazwyczaj to właśnie posiadacze niewielkich pakietów akcji, którzy w dużej mierze nie są zainteresowani płynącymi z akcji uprawnieniami korporacyjnymi, czynnie uczestniczą w obrocie akcjami. Inaczej mówiąc *free float* może być traktowany jako źródło podaży na wtórnym rynku akcji.

W tabeli 6 przedstawiono *free float* obliczony dla giełdowego rynku akcji w Polsce w latach 1999, 2000, 2002 i 2003.

Tabela 6. Koncentracja własnościowa pakietów akcji spółek notowanych na polskim rynku w latach: 1999, 2000, 2002 i 2003. w ujęciu ilościowym

rok	akcje objęte przez pojedynczego akcjonariusza	do 5%	5-10%	10-20%	20-30%	30-40%	40-50%	ponad 50%	Razem
2003	▪ Liczba pakietów	bd	332	175	107	49	41	72	bd
	▪ Liczba akcji (mln szt.)	2.115	600	827	551	620	621	1.307	6.641
	▪ Będące w posiadaniu inwestorów akcje (%)	32%	9%	12%	8%	9%	10%	20%	100%
		<i>free float</i>							
2002	▪ Liczba pakietów	bd	363	209	116	52	44	92	bd
	▪ Liczba akcji (mln szt.)	1.828	531	1.133	409	612	646	1.457	6.616
	▪ Będące w posiadaniu inwestorów akcje (%)	28%	8%	17%	6%	9%	10%	22%	100%
		<i>free float</i>							
2000	▪ Liczba pakietów	bd	292	192	66	37	34	62	bd
	▪ Liczba akcji (mln szt.)	1.623	334	682	396	80	287	1.789	5.191
	▪ Będące w posiadaniu inwestorów akcje (%)	31%	6%	13%	8%	2%	5%	35%	100%
		<i>free float</i>							
1999	▪ Liczba pakietów	bd	322	190	85	55	25	49	bd
	▪ Liczba akcji (mln szt.)	1.371	354	516	269	102	106	1.790	4.508
	▪ Będące w posiadaniu inwestorów akcje (%)	30%	8%	11%	6%	2%	3%	40%	100%
		<i>free float</i>							

Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych o akcjonariacie spółek (w maju 1999 r., w październiku 2000 r., w październiku 2002 r. i w sierpniu 2003 r.), udostępnionych przez firmę Notoria Serwis.

W przeprowadzonym badaniu koncentracji własnościowej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, którego wyniki przedstawiono w tabeli 6, akcjonariusze podzieleni zostali według wielkości posiadanych pakietów akcji na tych, którzy mają pakiety nie przekraczające 5% akcji (kapitału zakładowego), tych którzy dysponują pakietami o wielkości od 5 do 10% akcji spółki, oraz kolejno na tych, w których posiadaniu są pakiety o wielkości: 10-20%, 20-30%, 30-40%, 40-50%, oraz powyżej 50%. Jak wskazują przedstawione dane, w 1999 roku 30% akcji notowanych na rynku giełdowym objętych zostało w pakietach nie większych niż 5% (*free float* rynku), rok później omawiana wielkość oscylowała wokół 31 proc., w roku 2002 spadła do 28%, w końcu w 2003 roku sięgnęła 32%. Średnio można przyjąć, iż *free float* giełdowego rynku akcji w Polsce wynosi 30%. Oznacza to, iż z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że dwie trzecie ogółu wszystkich akcji notowanych na giełdzie warszawskiej nie uczestniczy w „czynnym” obrocie. Zważywszy na fakt, iż polski rynek papierów wartościowych jest bardzo niewielki w porównaniu z rynkami wysoko rozwiniętymi (m.in. pod względem kapitalizacji rynku oraz liczby notowanych spółek (akcji))²², pula akcji będąca przedmiotem „czynnego” obrotu giełdowego jest stosunkowo niewielka.

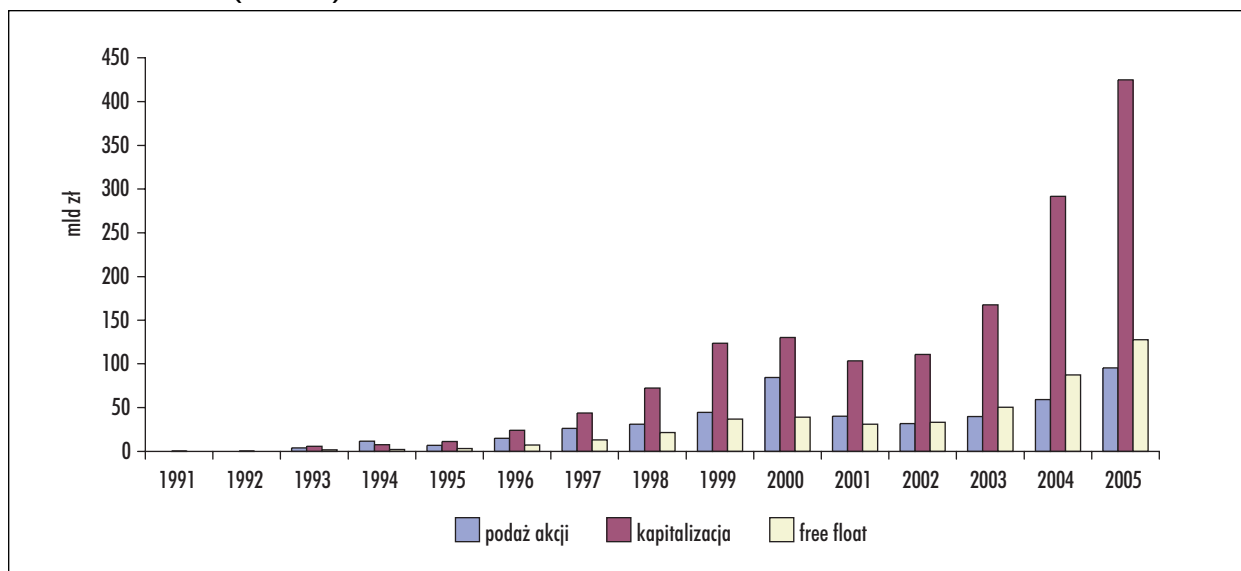
Podaż na wtórnym rynku akcji można oszacować na podstawie wartości akcji sprzedanych w kolejnych latach począwszy od 1991 do 2005²³. Dla porównania, wartość sprzedanych akcji zestawiona została z kapitalizacją giełdowego rynku akcji oraz *free float* rynku.

²¹ Umownie przyjmuje się, iż są to pakiety nie przekraczające 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

²² Na koniec 2004r. kapitalizacja giełdy warszawskiej stanowiła zaledwie 3% kapitalizacji giełdy londyńskiej, 3%. Euronext, 6% giełdy frankfurckiej, 8% giełdy hiszpańskiej, 9% giełdy szwajcarskiej i włoskiej. Liczba notowanych spółek na GPW odpowiadała odpowiednio: 8% giełdy londyńskiej, 17% Euronextu, 28% giełdy frankfurckiej oraz 7% giełdy hiszpańskiej. Źródło: obliczenia własne na podstawie danych World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org>).

²³ Wartość akcji sprzedanych na giełdowym rynku akcji odpowiada połowie wartości obrotów na rynku w kolejnych latach. Wartość obrotów z kolei odpowiada iloczynowi akcji wystawionych do sprzedaży (z tych, które znalazły nabywcę) oraz ich kursu. Wartość obrotów arytmetycznie odpowiada wartości transakcji przeprowadzonych przez obydwie strony rynku: sprzedających i kupujących.

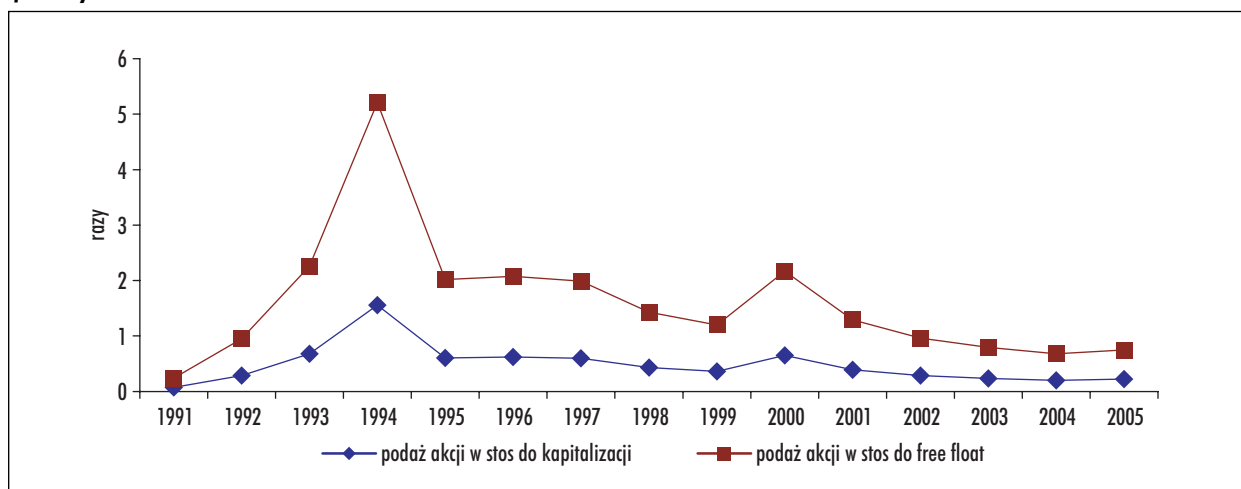
Wykres 1. Wartość sprzedaży akcji w zestawieniu z kapitalizacją giełdowego rynku akcji oraz jego free float w latach 1991-2005 (w mld zł)



Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Analizując wykres 1, na którym, jak wspomniano, wartość sprzedaży akcji przyrównano m.in. do kapitalizacji rynku, zauważamy istotną różnicę pomiędzy omawianymi wielkościami pod koniec lat 90. XXw. oraz latach następnych i aż do roku 2005. Szczególnie duża rozbieżność pomiędzy wartością podaży akcji a kapitalizacją rynku dotyczy trzech ostatnich lat. W 2003 roku podaż akcji na rynku giełdowym wyniosła ok. 40 mld złotych, podczas gdy kapitalizacja na koniec tego okresu osiągnęła niemalże 170 mld zł. W kolejnym roku omawiana różnica była jeszcze większa – sprzedaż akcji odpowiadała wartości ok. 60 mld zł, kapitalizacja zaś wyniosła prawie 300 mld zł. Rok 2005 z punktu widzenia omawianej różnicy niewiele odbiegał od dwóch wcześniejszych lat: podaż akcji osiągnęła wartość blisko 100 mld złotych, przy kapitalizacji giełdowego rynku akcji rzędu 425 mld złotych. Porównując natomiast wartość sprzedaży akcji do free float giełdowego rynku akcji w kolejnych latach całego 15-lecia należy zwrócić uwagę na fakt, iż do końca 2001r. podaż akcji osiągała rocznie większą wartość, niż wartość akcji stanowiących free float rynku, po czym od 2002 roku free float reprezentował wyższą wartość, niż roczna wartość sprzedaży akcji. Bardziej szczegółowe dane na ten temat zawiera wykres nr 2. W tym przypadku podaż akcji przedstawiono jako stosunek tej wartości do kapitalizacji giełdowego rynku akcji oraz do free float rynku.

Wykres 2. Wartość sprzedaży akcji w stosunku do kapitalizacji giełdowego rynku akcji oraz w stosunku do free float rynku w latach 1991-2005



Źródło: Obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Wykres nr 2 stanowi uzupełnienie wykresu 1. Jak wskazują zawarte w nim dane, największa podaż akcji w stosunku do kapitalizacji oraz do free float rynku miała miejsce w 1994 r. Wartość sprzedaży akcji wyniosła wówczas półtora raza więcej niż kapitalizacja rynku oraz osiągnęła pięciokrotność free float. W kolejnych trzech latach stosunek ten utrzymywał się na poziomie jak jeden do jednego – dla kapitalizacji oraz dwóch do jednego – dla free float. W 1998 roku nastąpił istotny spadek podaży akcji w stosunku do omawianych wielkości i trend spadkowy, za wyjątkiem 2000 roku, utrzymał się do końca badanego okresu. W 2005 r. wartość sprzedaży akcji odpowiadała już tylko jednej czwartej kapitalizacji giełdowego rynku akcji oraz trzem czwartym wartości free float rynku.

W omawianych wielkościach zauważyć można pewną cykliczność, naturalne jest bowiem, iż w okresach ożywienia na rynku akcji wartość zawieranych transakcji jest wyższa niż w okresie bessy. Nie umniejsza to jednak faktu, iż nawet po wykluczeniu cykliczności zmian w interesujących nas wielkościach praktycznie od roku 1995 widoczne jest kurczenie się podażowej strony rynku w odniesieniu do omawianych parametrów giełdowego rynku akcji. Z punktu widzenia perspektyw rozwoju publicznego rynku akcji zjawisko to może okazać się szkodliwe.

5. Niedostateczna podaż walorów jako zagrożenie dla rozwoju publicznego rynku akcji

Jak stwierdzono, analiza podażowej strony publicznego rynku akcji nie może być przeprowadzona w oderwaniu od strony popytowej rynku. W tej części pracy warto więc przytoczyć pewne wnioski płynące z wcześniejszej podjętego przez autorkę badania popytowej strony publicznego rynku akcji w Polsce²⁴.

Popyt na publicznym rynku akcji w Polsce zgłaszają trzy grupy inwestorów. Najbardziej prężną grupę stanowią krajowi inwestorzy instytucjonalni oraz inwestorzy zagraniczni, mniej aktywną grupę tworzą zaś krajowi inwestorzy indywidualni²⁵. Do krajowych inwestorów instytucjonalnych zalicza się przede wszystkim fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne, mniejsze znaczenie z punktu widzenia popytu zgłaszanego na publicznym rynku akcji w Polsce mają zaś towarzystwa ubezpieczeniowe oraz inne instytucje finansowe. Co prawda na koniec 2005 roku tylko 10% aktywów funduszy inwestycyjnych ulokowanych było w akcjach, niemniej jednak dynamika przyrostu aktywów tych instytucji zaangażowanych w akcje w ostatnich latach przekraczała 100% rocznie. Fundusze emerytalne lokują w akcje średnio 30% wartości aktywów. Na koniec 2005 roku fundusze emerytalne wraz z funduszami inwestycyjnymi były w posiadaniu akcji o łącznej wartości ok. 34 mld złotych, odpowiadającej niemalże 10% kapitalizacji rynku akcji oraz ok. 30% free float rynku. Średnio aktywa krajowych inwestorów instytucjonalnych zaangażowane w akcje wzrastały rocznie ok. 50%.

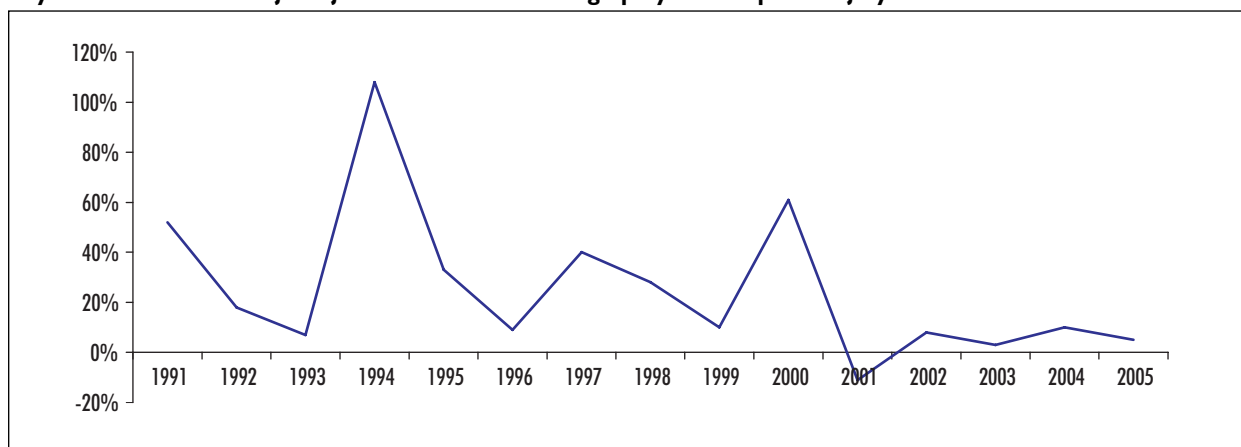
Jeżeli porównać dynamikę wzrostu popytowej strony rynku, w tym w szczególności ze strony inwestorów instytucjonalnych, z dynamiką rozwoju strony podażowej można zauważyć istotną przewagę strony popytowej. W większości nowe emisje akcji nie pokrywają przyrostu aktywów inwestycyjnych na rynku, w związku z czym kapitał kierowany jest nadmiernie na rynek wtórny, powodując dynamiczny wzrost kursów akcji. Dla zobrazowania tej sytuacji sporządzono wykres nr 3. Wykres ten przedstawia wartość nowych emisji akcji przeprowadzonych w kolejnych latach okresu 1991-2005 w stosunku do przyrostu kapitalizacji rynku akcji. Przyrost kapitalizacji rynku rozumiany jest jako rynkowa wartość rynku akcji „wygenerowana” w danym roku. Arytmetycznie przyrost kapitalizacji w danym roku odpowiada kapitalizacji rynku w tym roku pomniejszonej o jej wartość w roku poprzednim.

²⁴ Por.: Nawrot W. (2006), Popyt na akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i jego wpływ na płynność rynku. Gospodarka Narodowa nr 7/8.

²⁵ W 1997 r. udział inwestorów indywidualnych w obrotach akcjami na GPW osiągnął 38%, w 2005 r. wzrósł do 50%, po czym istotnie spadł i w 2005 r. wyniósł 26%.

Sporządzeniu wykresu nr 3 przyświecała próba określenia, jaką rolę w tworzeniu kapitalizacji rynku akcji odgrywają nowe emisje akcji. Warto bowiem zwrócić uwagę na fakt, iż w uproszczeniu przyrost kapitalizacji w danym roku, czyli wartość rynku akcji generowana w tym okresie, odbywa się poprzez dwa różne kanały. Po pierwsze wartość rynku akcji wzrasta wraz z nowymi emisjami akcji, które następnie plasowane są na giełdzie papierów wartościowych, po drugie wartość ta rośnie wraz ze wzrostem cen akcji notowanych na giełdzie. Gdyby więc założyć stałość cen akcji w ciągu roku, roczny przyrost kapitalizacji odpowiadałby w całości wartości nowych emisji akcji, które zasiły rynek giełdowy. Takiej sytuacji na wykresie nr 3 odpowiadałby punkt uplasowany na poziomie 100%. W uproszczeniu, punkty poniżej 100% pokazują, iż wartość rynku wzrastała również wraz ze wzrostem kursów akcji. W przypadku punktów ułożonych na poziomie powyżej 100% można stwierdzić, iż wartość nowych emisji akcji była wyższa, niż roczny przyrost kapitalizacji rynku. Taka sytuacja może mieć miejsce w okresie giełdowej bessy. W takim okresie przy założeniu braku nowych emisji akcji, nowo wygenerowana wartość rynku akcji wykazywałaby wartość ujemną, natomiast dzięki nowym emisjom akcji utrzymywana jest na poziomie dodatnim. Na wykresie można znaleźć również punkt uplasowany poniżej zera. Taka sytuacja wskazuje, iż rynek akcji był w tak silnym trendzie spadkowym, iż nawet nowe emisje akcji nie utrzymały wartości rynku generowanej w omawianym okresie na poziomie dodatnim.

Wykres 3. Wartość emisji akcji w stosunku do rocznego przyrostu kapitalizacji rynku w latach 1991-2005



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tabeli I.

Jak wskazano w części teoretycznej niniejszego artykułu, nowe emisje akcji przeprowadzane są w dużej mierze w okresie ożywienia na giełdowym rynku akcji, wobec czego w okresie niekorzystnej koniunktury giełdowej zauważyć można stagnację na pierwotnym rynku akcji. Z teoretycznego punktu widzenia, poprawa koniunktury giełdowej powinna mieć, ze względu na korzyści, jakie niesie emitentom, istotne przełożenie na wartość i ilość nowych emisji akcji. W związku z tym udział wartości nowych emisji akcji w przyroście rocznej kapitalizacji z roku na rok powinien kształtować się na zbliżonym poziomie. Spadkowy trend, jaki zauważyć można na wykresie nr 3 może wskazywać więc, iż generowanie wartości rynkowej dla akcji odbywa się w dużej mierze w oparciu o dynamiczny wzrost kursów akcji, natomiast w mniejszym stopniu o nowe emisje akcji. Jak wiadomo, ceny akcji kształtowane są pod wpływem sił podażowych oraz popytowych rynku. Rosnąca w siłę strona popytowa rynku przy niedostatecznej podaży akcji tworzy warunki sprzyjające wzrostowi cen akcji, często nie mającemu fundamentalnego uzasadnienia. Wykres nr 3 wskazujący na niską wartość nowych emisji akcji w stosunku do rocznego przyrostu kapitalizacji, sięgającą w ostatnich latach od 3 do 10%, może sugerować, iż strona popytowa rynku jest znacznie bardziej prężna i rozwija się bardziej dynamicznie, niż strona podażowa. Z taką sytuacją może się wiązać wspomniane już ryzyko oderwania wartości rynkowej akcji od ich wartości „wewnętrznej” (fundamentalnej), ze wszelkimi tego negatywnymi skutkami.

6. Podsumowanie

Dla potrzeb niniejszego artykułu podjęto się analizy podażowej strony publicznego rynku akcji w latach 1991-2005. Uzyskane wyniki pozwalają na stwierdzenie, iż rozwój podażowej strony publicznego rynku akcji postępuje bardzo powoli, a począwszy od pierwszych lat XXI w. rozwój ten został zahamowany. Pomimo, iż wybrane do analizy wartości nominalne pozwalające na ocenę podaży na publicznym rynku akcji wskazały w dużej mierze na jej wzrost, to odniesienie tych wielkości do innych parametrów rynku akcji uwidocznilo problem osłabienia podażowej strony publicznego rynku akcji. Dotyczy to zarówno pierwotnego rynku akcji, jak też rynku wtórnego.

Rozpoczynając od rynku pierwotnego należy zwrócić uwagę na fakt, iż wartość nowych emisji akcji w odniesieniu do przyrostu kapitalizacji giełdowego rynku akcji w kolejnych latach począwszy od 1995 roku wykazała tendencję malejącą. Poza tym kilkanaście polskich spółek zdecydowało się na emisję walorów na rynkach zagranicznych, pozbawiając tym samym rynek krajowy nowych emisji akcji.

Z punktu widzenia wtórnego rynku akcji - w badanym okresie napływ nowych spółek na giełdowy rynek akcji okazał się niewystarczający, tym bardziej, że akcje jednej czwartej liczby spółek wprowadzonych na giełdę wycofane zostały z obrotu. Po drugie, kilka polskich spółek przeprowadziło programy kwitów depozytowych w oparciu o akcje wycofane z giełdy warszawskiej, co nieznacznie zmniejszyło ich liczbę w obrocie na rynku krajowym. Po trzecie, *free float* giełdowego rynku akcji w Polsce, który w dużej mierze stanowi źródło podaży walorów na rynku wtórnym, jest stosunkowo niewielki. Kolejną przyczyną słabości podażowej strony wtórnego rynku akcji jest też istotny spadek udziału inwestorów tzw. „finansowych” w rynku na rzecz inwestorów, dla których ważne są uprawnienia korporacyjne przywiązane do będących w ich posiadaniu akcji. Sytuacja taka sprawia, iż akcje zamrażane są w portfelach inwestycyjnych i w mniejszym stopniu wystawiane do sprzedaży. Jak wykazały podjęte analizy, począwszy od 1994 roku podaż akcji na rynku wtórnym w stosunku do kapitalizacji rynku oraz do jego *free float* systematycznie się zmniejszała.

Analizy podjętego problemu nie można ograniczyć do podażowej strony rynku, bowiem rozwój publicznego rynku akcji nie może odbywać się jedynie poprzez rozwój tylko jednej ze stron rynku – popytowej albo podażowej. Różnica w dynamice rozwoju pomiędzy stroną podażową a popytową rynku może istotnie zahamować rozwój całego rynku. W Polsce popytowa strona publicznego rynku akcji jest bardziej prężna i rozwija się bardziej dynamicznie niż strona podażowa, a to w szczególności za przyczyną rosnących w siłę z roku na rok funduszy emerytalnych, mających prawne ograniczenia inwestycyjne na rynkach zagranicznych. Stan utrzymującej się długoterminowo strukturalnej nierównowagi pomiędzy stroną popytową a stroną podażową rynku może pociągać za sobą poważne, omówione w części teoretycznej niniejszego artykułu, konsekwencje. Z tego względu koniecznym warunkiem rozwoju publicznego rynku akcji w Polsce jest zwiększenie podaży.

Bibliografia

- Chemmanur T., P. Fulghieri (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, vol. 12, nr 2, s. 249-279.
- Copeland T., T.Koller, J. Murrin (2005). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. Fourth Edition by McKinsey&Company Inc.
- Cwynar A., W. Cwynar (2002). *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*. Wydawnictwo Fundacji Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Elton E., M. Gruber (1998), *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*. WIG-Press, Warszawa.

- Fama E. (1991). Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance*, vol. XXVI, nr 5, s. 1575-1617.
- Gillet P. (1999). *L'Efficiency des Marchés Financiers*. Economica, Paris.
- Jaworski T. (1999). Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Levich R. (2001). *International Financial Markets: Prices and Policies*. 2nd Edition. McGraw-Hill Irwin, New York.
- Mishkin F. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Addison-Wesley, Boston.
- Nawrot W. (2005). Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie. Jednolity rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Nawrot W. (2005). Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych. ADR, GDR, EDR. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Nawrot W. (2006). Popyt na akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i jego wpływ na płynność rynku. *Gospodarka Narodowa* nr 7/8.
- Nawrot W. (2006). Wycofywanie spółek z obrotu giełdowego jako zagrożenie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Konsekwencje dla przedsiębiorstw. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw* nr 7.
- Pagano M., F. Paneta, L. Zingales (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, vol. LIII, nr 1, s. 27-64.
- Raport Roczny 2005 Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2006.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju. Dz.U. z 2003r. nr 229, poz. 2286, z późniejszymi zmianami.
- Ustawa z 15 września 2000r. – Kodeks spółek handlowych. Dz.U. z 2000r. nr 94, poz. 1037, z późniejszymi zmianami.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Dz.U. z 1997r. nr 139, poz. 934, z późniejszymi zmianami.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Dz.U. z 2005r. nr 184, poz. 1539.