

*Rafał Józwicki**

**ZNACZENIE PROGRAMU
NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH
DLA ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO W POLSCE**

Realizowany w naszym kraju od początku lat 90. proces przekształceń własnościowych ma przed sobą wiele zadań, z których najistotniejszym jest radykalna zmiana struktury ekonomiczno-gospodarczej, co przyczynić ma się do zwiększenia obszaru gospodarki podlegającego regulacjom i oddziaływaniom rynkowym. Zwiększenie udziału sektora prywatnego w gospodarce dokonywać może się dwoma drogami. Pierwszą z nich jest powstawanie nowych, prywatnych podmiotów gospodarczych, co określane jest mianem prywatyzacji założycielskiej i w Polsce na szerszą skalę ma miejsce od roku 1989, kiedy to w życie weszła uchwalona 23 grudnia 1998 r. ustawa o działalności gospodarczej (DzU 1998, nr 41, poz. 324). Drugą drogą zmiany struktury gospodarki jest prywatyzowanie już istniejących przedsiębiorstw państwowych. Ich prywatyzacja przeprowadzana była i jest w naszym kraju na podstawie kilku aktów prawnych: ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych określanej mianem prywatyzacyjnej¹, a zastąpionej ustawą o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych określanej mianem komercjalizacyjnej², ustawy o NFI i ich prywatyzacji³ oraz ustawy o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa⁴. Pamiętać należy, iż zmiana struktury gospodarki dokonywana jest również na drodze likwidacji przedsiębiorstw państwowych realizowanej w oparciu

* Mgr, doktorant w Katedrze Finansów i Bankowości UŁ.

¹ Ustawa z 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (DzU 1990, nr 51, poz. 298).

² Ustawa z 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (DzU 1996, nr 118, poz. 561).

³ Ustawa z 30 kwietnia 1993 r. o NFI i ich prywatyzacji (DzU 1993, nr 44, poz. 202).

⁴ Ustawa z 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa oraz zmianie niektórych ustaw (DzU 1995, nr 57, poz. 29 i nr 101, poz. 504).

o art. 19 ustawy o przedsiębiorstwie państwowym (tekst jednolity: DzU 1991, nr 18, poz. 80).

Aby przekształcenia własnościowe realizowane w oparciu o wspomniane powyżej akty prawne mogły zostać zrealizowane, niezbędne było stworzenie w Polsce rynku kapitałowego. Jak wiadomo, jest on tylko jednym z kilku, wzajemnie powiązanych ze sobą elementów gospodarki, w której można wyodrębnić także równoległe funkcjonujące rynki towarów i usług, środków produkcji, pracy i ziemi⁵. Z uwagi na szczególne znaczenie aspektu ekonomicznego prywatyzacji w Polsce związek rynku kapitałowego z procesami przekształceń własnościowych jest często eksponowany przez badaczy tematu. Jedną z płaszczyzn tegoż związku jest zależność pomiędzy rynkiem kapitałowym a Programem Powszechnej Prywatyzacji, którego podstawy prawne określone zostały we wspomnianej ustawie o NFI i ich prywatyzacji. Fakt istnienia wpływu programu na rynek kapitałowy w Polsce jest niepodważalny. Dowodem tego było powstanie na nim nowych instytucji bezpośrednio związanych z realizacją Programu, funkcjonowanie instrumentów finansowych w postaci Powszechnych Świadczeń Udziałowych oraz pojawienie się nowych podmiotów gospodarczych (NFI i spółek parterowych), jako uczestników tegoż rynku. Celem niniejszego opracowania jest próba oceny wielkości wspomnianego wpływu PPP na rozwój i funkcjonowanie rynku kapitałowego w naszym kraju.

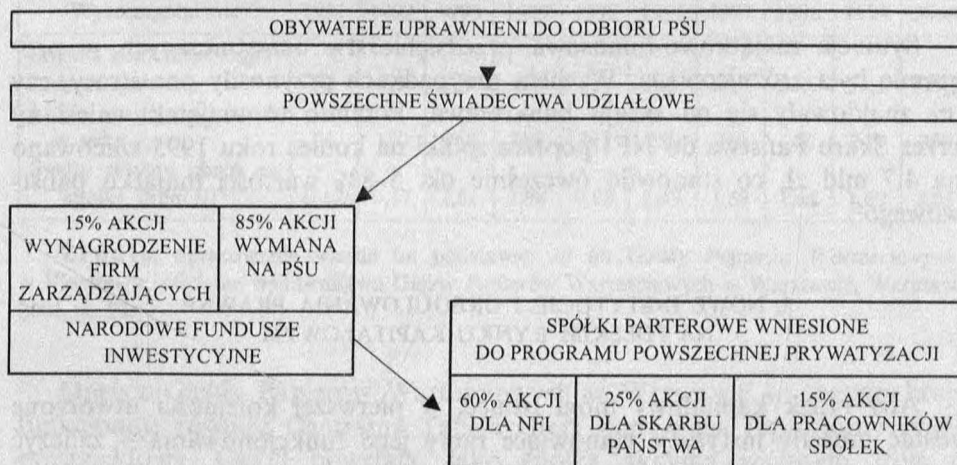
1. ISTOTA PROGRAMU POWSZECHNEJ PRYWATYZACJI

Pod koniec lat 80. w Polsce było oczywiste, że gospodarka centralnie sterowana nie spełnia pokładanych w niej oczekiwań, zarówno na polu zaspokajania potrzeb konsumentów krajowych, jak i na arenie międzynarodowej. W okresie tym podjęto działania mające na celu zmianę istniejącego ówczesnie stanu rzeczy. Możliwość skutecznego rozwiązania problemów natury ekonomicznej dostrzeżono w przeprowadzeniu w Polsce przekształceń własnościowych, tak aby udział sektora państwowego w gospodarce zmniejszył się. Działania prywatyzacyjne w naszym kraju przeprowadzane są różnymi sposobami, a jednym z nich jest realizacja Programu Powszechnej Prywatyzacji. U podstaw tegoż programu leżały dwa podstawowe założenia. Po pierwsze uważano, że część majątku narodowego należy przekazać obywatelom, jako formę zadośćuczynienia za wysiłek włożony w jego budowę, po drugie natomiast zakładano, że zarządzanie majątkiem przez sektor prywatny będzie efektywniejsze niż w przypadku, gdy władza

⁵ W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe*, Agencja Wydawnicza PLACET, Warszawa 1997, s. 11.

nim państwo. Przyjmując te uwarunkowania w roku 1993 uchwalono ustawę o NFI i ich prywatyzacji. Przewidywała ona wniesienie przez Skarb Państwa do programu części majątku narodowego w postaci przedsiębiorstw, które miały być powiązane kapitałowo z powołanymi do życia piętnastoma Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi. Fundusze te miały być ogniwem łączącym obywateli z prywatyzowanym majątkiem. PPP wprowadził na rynek kapitałowy instrument finansowy w postaci Powszechnych Świadczeń Udziałowych, których odbiór upoważniał do uczestnictwa w przedsięwzięciu. Osobami uprawnionymi do otrzymania PŚU byli wszyscy obywatele Rzeczypospolitej Polskiej zameldowani na pobyt stały w kraju, którzy do dnia 31 grudnia roku poprzedzającego rok emisji świadectw (do końca 1994 r.) ukończyli 18 lat. Opłatę za otrzymanie świadectwa udziałowego ustalono na poziomie 20 zł. Odebrane świadectwa uprawniały do objęcia po jednej akcji każdego z utworzonych 15 NFI – tym sposobem każdy obywatel uczestniczący w programie stawał się „pośrednio” właścicielem majątku przeznaczonego przez Skarb Państwa do prywatyzacji tą drogą. Program przewidywał także istnienie firm prywatnych zarządzających majątkiem funduszy. Akcje spółek parterowych wniesionych do programu podzielono w sposób następujący:

- 60% akcji wniesiono do NFI, przy czym 33% akcji spółki trafiało do jednego funduszu określanego mianem wiodącego, a 27% akcji dzielono na pozostałe 14 funduszy, tzw. mniejszościowych, czyli każdy z nich otrzymywał 1,93% akcji spółki,
- 15% akcji pozostawiono dla pracowników spółek,
- 25% akcji zachował dla siebie Skarb Państwa.



Rys. 1. Schemat programu NFI

Źródło: opracowanie własne

Na zamianę PŚU na akcje funduszy przeznaczono po 85% udziałów w każdym z utworzonych NFI. Pozostałe 15% Skarb Państwa zachował dla siebie z przeznaczeniem na wynagrodzenia dla firm zarządzających. Schemat programu NFI przedstawia rys. 1.

Spółki portfelowe włączone do programu reprezentowały różne gałęzie przemysłu. Procentowo najwięcej z nich pochodziło z sektora elektromechanicznego (29,5% ogółu spółek), budowlanego (13,5% ogółu spółek) oraz tekstylnego (13% ogółu spółek). Szczegółowy wykaz ilości spółek w rozbiciu na sektory przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1

Charakterystyka sektorowa spółek parterowych

Sektor	Liczba spółek parterowych	Udział procentowy w strukturze spółek
Budowlany	69	13,5
Chemiczny	42	8,2
Drzewny i papierniczy	33	6,5
Elektromechaniczny	151	29,5
Górnictwo	50	9,8
Spożywczy	63	12,3
Tekstylny	67	13
Inne	37	7,2
Razem	512	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie: B. Wawrzyniak, I. Koładkiewicz, J. Solarz, M. Trocki, *Narodowe Fundusze Inwestycyjne – Zarządzanie nową strukturą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 39.

Sytuacja majątkowo-finansowa przedsiębiorstw uczestniczących w programie była zróżnicowana. W wielu przypadkach przynosiły one straty, czy też znajdowały się na skraju bankructwa. Pomimo to majątek wniesiony przez Skarb Państwa do NFI poprzez spółki na koniec roku 1995 szacowano na 4,7 mld zł, co stanowiło ówczesnie ok. 5–8% wartości majątku państwowego⁶.

2. NOWE INSTYTUCJE I UREGULOWANIA PRAWNE NA POLSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM

Aby rynek kapitałowy mógł istnieć, w pierwszej kolejności utworzone zostać musiały instytucje stanowiące ramy jego funkcjonowania – zaliczyć

⁶ B. Wawrzyniak, I. Koładkiewicz, J. Solarz, M. Trocki, *Narodowe Fundusze Inwestycyjne – Zarządzanie nową strukturą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 39.

do nich należy Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i Centralną Tabelę Ofert (CeTO), a także podmioty związane z rynkiem, takie jak, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd oraz biura maklerskie. Doświadczenia Polski w zakresie gospodarki rynkowej nie były zbyt duże, wprawdzie od początku XIX w. w Warszawie funkcjonowała giełda papierów wartościowych, ale praktyka ta z uwagi na całkowicie odmienne realia nie mogła zostać wykorzystana współcześnie. Z tego właśnie powodu skorzystano z doświadczeń zagranicznych i w październiku 1990 r. podpisano z Francją umowę o współpracy przy uruchamianiu giełdy. Pół roku później, tj. w kwietniu 1991 r., podpisany został akt zawiązania spółki akcyjnej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie o kapitale akcyjnym 6 mln zł. Wszystkie akcje przejął Skarb Państwa⁷. W tym samym miesiącu odbyła się także pierwsza sesja giełdowa, na której notowane były akcje następujących spółek: Exbud, Kable, Krosno, Próchnik i Tonsil. Akcje tychże spółek sprzedane zostały przez Skarb Państwa w ramach oferty publicznej – warto również odnotować, iż do połowy sierpnia 1992 r. na giełdzie notowane były akcje tylko spółek prywatyzowanych tą metodą. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie od momentu powstania znajduje się w fazie dynamicznego rozwoju. Potwierdzeniem tego są wskaźniki przedstawione w tab. 2.

Tabela 2

Podstawowe wskaźniki charakteryzujące rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1991–2000

Wyszczególnienie	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Średnia kapitalizacja giełdowa (mld zł)	0,1	0,3	2,0	9,1	9,4	20,1	37,7	53,6	96,1	134,6
Liczba sesji giełdowych w roku	36	100	152	188	249	250	249	250	249	250
Średni sesyjny obrót na spółkę (mln zł)	0,12	0,17	2,81	3,88	0,98	1,49	1,68	1,64	1,69	3,05

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *10 lat Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2001, s. 21.

Oprócz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w naszym kraju funkcjonuje również Centralna Tabela Ofert stanowiąca regulowany rynek pozagiełdowy. CeTO powstała, jako spółka akcyjna w lutym 1996 r.

⁷ Por. *10 lat Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, oficjalne wydawnictwo GPW w Warszawie, Warszawa 2001, s. 2.

Główną myślą przyświecającą jej twórcom było stworzenie rynku dla spółek portfelowych programu NFI. Według stanu na początek stycznia 2001 r. właścicielami CeTO było 49 banków polskich i domów maklerskich. Wzorem dla polskiego rynku pozagiełdowego był amerykański NASDAQ powstały w 1971 r., pozwalający pozyskać kapitały wielu dynamicznie rozwijającym się firmom, jednocześnie stawiając im niższe wymagania niż rynek giełdowy. CeTO jest przeznaczona dla spółek małych i średnich. W porównaniu z rynkiem giełdowym, rynek pozagiełdowy dla swoich uczestników przynosi różnorakie korzyści, spośród których najważniejszymi są niskie koszty wejścia i obecności na nim oraz, co jest szczególnie ważne dla spółek parterowych z programu NFI, łatwiejszy dostęp do niego.

Do prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, oprócz instytucji zajmujących się obrotem papierami wartościowymi, niezbędne było również stworzenie wielu innych podmiotów związanych z nim bezpośrednio. Są nimi w szczególności: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Pierwszy z tych podmiotów realizuje funkcję rozliczeniowo-kontrolną na rynku papierów wartościowych, zapewnia bezpieczeństwo obrotu różnymi instrumentami finansowymi i przyczynia się tym samym do zaufania do rynku kapitałowego. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd sprawuje natomiast nadzór nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku papierów wartościowych. Istotnym elementem istnienia rynku kapitałowego było także uchwalenie w sierpniu 1997 r. ustawy *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*⁸, która to ustawa określała ramy prawne funkcjonowania instytucji. Ustawa ta zastąpiła *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* z marca 1991 r., wprowadzając tym samym zmiany niezbędne w trakcie rozwoju rynku kapitałowego.

3. ZNACZENIE POWSZECHNYCH ŚWIADECTW UDZIAŁOWYCH W PROGRAMIE NFI

Tak jak już zostało to wspomniane wcześniej, Powszechne Świadectwa Udziałowe stanowiły instrument finansowy umożliwiający obywatelom udział w programie NFI. Dystrybucja świadectw odbywała się za pośrednictwem placówek PKO BP i trwała od listopada 1995 r. do listopada 1996 r. Oprócz tego okresu od września do grudnia 1997 r. na skutek orzeczenia

⁸ Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* (DzU 1997, nr 118, poz. 754).

Trybunału Konstytucyjnego z możliwości odebrania świadectwa skorzystało prawie 35 tys. osób niezameldowanych na stałe w Polsce. W okresie dystrybucji świadectw odebrało je ponad 95% uprawnionych osób. Świadectwa zostały wykorzystane przez obywateli w dwojaki sposób. Pierwszy z nich polegał na dokonywaniu nimi transakcji kupna–sprzedaży w formie zmateralizowanej lub zdematerializowanej, drugi zaś na dematerializacji świadectwa i złożeniu zlecenia wymiany go na akcje NFI. Transakcje kupna–sprzedaży w formie materialnej odbywały się najczęściej tuż przed placówką, w której odbierano dokument lub za pośrednictwem banków, kantorów oraz biur maklerskich. Ta forma pozbycia się świadectwa przynosiła ich posiadaczom zysk, zależny od momentu dokonania transakcji – w grudniu 1995 r. można było zarobić na tej operacji od 5 do 10 zł sprzedając świadectwa po cenie 25–30 zł. Rok później cena ich wzrosła do około 150–170 zł, by pod koniec 1998 r. stanąć do ok. 25–35 zł. Obrót w formie zdematerializowanej świadectwami odbywał się za pośrednictwem giełdy i trwał od połowy lipca 1996 r. do końca 1998 r. Najważniejsze dane związane z obrotem PŚU na giełdzie w tym okresie przedstawiono w tab. 3.

Tabela 3

Najważniejsze dane charakteryzujące obrót PŚU na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1996–1998

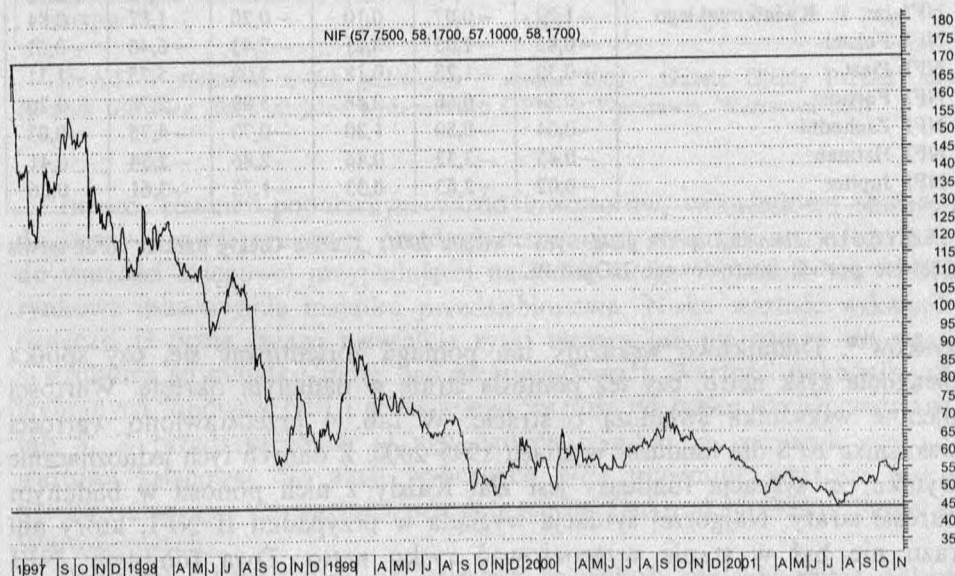
Wyszczególnienie	1996	1997	1998
Wartość obrotów ogółem (kurs jednolity)*	2279	4 627	1 970
Liczba transakcji na sesję (kurs jednolity)	722	913	606
Wartość obrotów ogółem (notowania ciągłe)*	1420	2 990	701
Liczba transakcji na sesję (notowania ciągłe)	207	229	94
Wartość obrotów ogółem (transakcje pakietowe)*	15,8	169,7	47,2
Liczba zawartych transakcji (transakcje pakietowe)	1	9	10

* W mln zł.

Źródło: *Rocznik Giełdowy 1999*, oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2000, s. 38.

Proces dematerializacji świadectw, niezbędny aby można było zamienić je na akcje NFI lub wykorzystać w obrocie giełdowym, rozpoczęto w czerwcu 1996 r. i kontynuowano do 31 grudnia 1998 r. Spośród odebranych świadectw ok. 1% osób nie dokonało ich dematerializacji, ani nie zdeponowało ich na rachunkach inwestycyjnych – tym samym po 31 grudnia 1998 r. świadectwa te stały się bezwartościowymi kawałkami papieru mającymi już jedynie wartość historyczną lub kolekcjonerską. Proces wymiany zdematerializowanych świadectw na akcje NFI rozpoczęto w maju 1997 r. i prowadzono do stycznia 1999 r. W tym czasie wymieniono na akcje NFI

samym zmiany, jakie zaszły w portfelach akcjonariuszy związanych z akcjami funduszy NFI od momentu ich debiutu giełdowego. Przedstawione straty dotyczyły oczywiście inwestorów działających w myśl zasady „kup i trzymaj”. Całkiem odmiennie może prezentować się sytuacja osób aktywnie działających na rynku funduszy, chcących na akcjach zarabiać w okresach krótkich (rzędu kilku tygodni, czy miesięcy) – w ich przypadku możliwe było osiągnięcie zysku i to czasami ze stosunkowo wysoką stopą zwrotu. Jako okresy takich gwałtownych wzrostów kursów podać można wspomniane już odrabianie strat przez indeks w drugiej połowie roku 1997 (wzrost o prawie 30%), od połowy października do połowy listopada 1998 (wzrost o ok. 36%), od końca stycznia do końca lutego 1999 r. (wzrost o ok. 36%), od początku lipca do połowy września 2000 r. (wzrost o ok. 27%), czy wreszcie od końca lipca do połowy października 2001 r. (wzrost o ok. 24%).



Rys. 2. Wykres indeksu NFI od czerwca 1997 do października 2001 r.

Źródło: Metastock 6.52

Analizując spółki giełdowe z punktu widzenia ich pozycji rynkowej i atrakcyjności dla inwestorów posłużyć się można wieloma wskaźnikami. Jedną z najbardziej popularnych miar jest wskaźnik zysku na jedną akcję (EPS), definiowany jako iloraz zysku netto wypracowanego przez spółkę i ilości wyemitowanych akcji. Wartość tegoż wskaźnika jest istotna dla akcjonariuszy, gdyż pozwala określić wielkość zysku przypadającą na jedną akcję, niezależnie czy zysk ten zostanie wypłacony w formie dywidendy, czy

też zagospodarowany w spółce. Aby wskaźnik ten przyjmował wartości jak największe, zainteresowani są zarówno inwestorzy liczący na dywidendy, jak i ci, liczący na wzrost kursów rynkowych spółki pod wpływem osiągniętych

Tabela 4

Wartości wskaźnika EPS dla funduszy NFI w latach 1995–2000

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I NFI	−0,06	−1,84	0,13	−1,55	−6,42	0,09
II NFI	−0,04	−1,76	−1,90	−1,21	−5,87	−0,26
NFI Progress	−0,11	−1,03	1,70	−0,30	−5,34	−0,25
NFI Victoria	−0,30	−2,10	0,36	−1,37	4,82	0,01
NFI Magna Polonia	−0,03	−1,37	0,70	0,20	−4,42	0,37
NFI im. K. Wielkiego	−0,15	−0,59	0,15	−1,29	−7,38	−0,23
NFI Octawa	−1,98	−2,18	0,49	0,66	−0,54	−2,30
NFI im. E. Kwiatkowskiego	−1,22	−0,07	0,10	−0,20	−1,87	0,84
NFI Foksal	−0,85	−1,03	0,21	−2,43	−6,40	−0,61
NFI Piast	−0,30	−1,23	0,18	−2,08	−5,75	−1,11
NFI Fortuna	−0,24	0,66	0,46	−3,89	5,78	0,20
NFI Zachodni	−0,04	−0,50	1,30	−0,70	−4,75	−0,03
NFI Hetman	−0,45	−3,32	0,46	−2,86	−2,84	0,41
NFI Jupiter	−0,02	−2,63	0,33	−1,73	−3,61	0,26

Źródło: *Almanach spółek giełdowych – wiosna 2001*, „Gazeta Giełdy Parkiet” oraz serwis giełdowy portalu internetowego HOGA.PL.

zysków¹⁰. Dodatkowo wskaźnik ten pomaga zorientować się, czy spółka osiągnęła zysk netto, czy też poniosła stratę w badanym okresie. Wartości ujemne wskaźnika świadczą o stracie. W tab. 4 przedstawiono wartości wskaźnika EPS dla funduszy w latach 1995–2000. Z danych tych jednoznacznie wynika, że sytuacja funduszy jest zła. Każdy z nich ponosił w badanym okresie straty. Najgorzej sytuacja wygląda w przypadku II NFI, który ani razu nie był w stanie wygenerować zysku netto. Dwa fundusze: NFI Victoria i NFI Magna Polonia wykazały w tym czasie zyski w trzech latach obrotowych, NFI Fortuna – najlepszy fundusz z punktu widzenia wskaźnika EPS – zysk netto wygenerował cztery razy. Dla funduszy najgorszym okresem okazały się lata początku ich działalności 1995 i 1996. W tym czasie prawie wszystkie fundusze poniosły stratę, wyjątkiem był jedynie NFI Fortuna, który straty nie poniósł w roku 1996. Kolejny rok funkcjonowania funduszy, tj. 1997, okazał się znacznie lepszy – strata pojawiła się tylko w II NFI. Lata 1998–2000 okazały się powrotem do strat dla większości

¹⁰ Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 111–112.

funduszy. Wielkości wskaźnika EPS z punktu widzenia inwestorów lokujących kapitał w akcje funduszy NFI wskazują, że w większości przypadków nie była to decyzja trafna.

Tabela 5

Wskaźnik cena/wartość księgowa dla wybranych funduszy NFI i jego średnie wartości dla rynku akcji WGPW w latach 1998–2000

Wyszczególnienie	1998	1999	2000
NFI Victoria	0,52	0,71	0,48
NFI Magna Polonia	0,39	0,74	0,48
NFI Fortuna	0,40	0,60	0,53
II NFI	0,26	0,55	0,42
NFI Progress	5,20	0,51	0,50
NFI Foksal	0,32	0,54	0,69
Średnia wartość wskaźnika dla rynku akcji WGPW	1,43	1,91	1,98

Źródło: *Almanach spółek giełdowych – wiosna 2001*, „Gazeta Giełdy Parkiet” oraz *Rocznik Giełdowy 2000*, oficjalne wydawnictwo GPW w Warszawie, Warszawa 2001.

Innym, również popularnym wśród inwestorów, wskaźnikiem służącym do oceny pozycji rynkowej przedsiębiorstwa jest stosunek ceny jego akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję. Wskaźnik ten określa rynkowe oszacowanie majątku przedsiębiorstwa. Niska wartość wskaźnika oznacza, iż firma osiąga niewielkie zyski bieżące lub nie osiąga ich wcale, a struktura jej majątku może być nieprawidłowa¹¹. Wartości wskaźnika dla wybranych funduszy NFI i średnią jego wartość na rynku akcji przedstawia tab 5. Z przedstawionych w niej danych wynika, iż wskaźnik ceny do wartości księgowej dla akcji wybranych NFI przyjmuje wartości niskie, daleko odbiegając od wartości przeciętnych na rynku akcji Giełdy Papierów Wartościowych.

Wskaźniki: EPS i cena do wartości księgowej, znalazły swoje odbicie w wartości obrotów na rynku akcji NFI i w kapitalizacji giełdowej tego segmentu rynku. W tab. 6 przedstawiono te właśnie dane w latach 1997–2000 w zestawieniu do obrotów i kapitalizacji rynku akcji WGPW. Wartości obrotów giełdy i jej kapitalizacja w odniesieniu do rynku akcji wykazują tendencję rosnącą w badanym okresie. Wielkości te na koniec roku 2000 były w przybliżeniu trzykrotnie wyższe, niż na koniec roku 1997. Daje się tutaj zaobserwować tendencja pozytywna. Niestety nie można tego stwierdzić

¹¹ W. Tarczyński, *op. cit.*, s. 257.

Tabela 6

Kapitalizacja giełdowa i obroty akcjami funduszy NFI

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000
Kapitalizacja rynku akcji na koniec roku (mln zł)	43 766	72 442	123 411	130 085
Kapitalizacja akcji funduszy NFI (mln zł)	3 774	2 013	1 841	–
Obroty w roku na rynku akcji	52 342	62 338	88 974	169 096
Obroty akcjami funduszy NFI	2 094	1 032	1 355	–
Udział procentowy kapitalizacji funduszy NFI w całkowitej kapitalizacji rynku akcji	8,60	2,70	1,49	–
Udział procentowy obrotów funduszami NFI w całkowitych obrotach na rynku akcji	4,00	1,65	1,52	–

Źródło: na podstawie: *Rocznik Giełdowy 2000*, oficjalne wydawnictwo GPW w Warszawie, Warszawa 2001 oraz *Rocznik Giełdowy 2001*, oficjalne wydawnictwo GPW w Warszawie, Warszawa 2002.

w stosunku do rynku akcji funduszy NFI. Wartość udziału kapitalizacji funduszy w całkowitej kapitalizacji segmentu akcji notowanych na giełdzie zmniejszyła się z 8,60% w roku 1997 do 1,49% w roku 1999, czyli prawie sześciokrotnie. Zmniejszył się także procentowy udział obrotów akcjami funduszy NFI w całkowitych obrotach na rynku akcji z 4% w roku 1997 do niewiele ponad 1,5%, czyli ponad dwukrotnie. Zjawiska te świadczą o zmniejszającym się regularnie zainteresowaniu inwestorów akcjami NFI.

5. AKCJE SPÓŁEK PORTFELOWYCH NA WARSZAWSKIEJ GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I CeTO

Kolejny aspekt Programu Powszechnej Prywatyzacji w odniesieniu do jego wpływu na rynek kapitałowy w Polsce to wprowadzanie spółek portfelowych przez fundusze na Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych i CeTO. Fundusze w swojej strategii prezentują różne podejścia związane z dokapitalizowywaniem swoich spółek na drodze publicznej. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową wyróżnił trzy typy Narodowych Funduszy Inwestycyjnych – o orientacji otwartej, *venture capital* oraz przemysłowo-holdingowe. Największe zainteresowanie giełdą wykazują fundusze zaliczane do pierwszej wspomnianej kategorii, czyli I NFI, II NFI, NFI im. K. Wielkiego, NFI im. E. Kwiatkowskiego oraz przekształcony XI NFI¹². Ogółem

¹² XI NFI połączony został z III NFI w roku 2000. Tak powstały fundusz nosi nazwę Jupiter SA.

od początku funkcjonowania funduszy do końca roku 2000 w obrocie na WGPW i CeTO znalazły się 34 spółki. Spośród nich 21 (czyli ponad 60% spółek upublicznionych) pochodziło z funduszy o orientacji otwartej. Liczbę spółek wprowadzonych do obrotu publicznego przez poszczególne fundusze przedstawiają dane w tab. 7. Największa liczba spółek (16) upubliczniona została w roku 1997 (10 z nich trafiło na WGPW, 6 natomiast na CeTO) i 1998 (11 znalazło się na WGPW i 4 na CeTO). W następnych latach odnotować można zjawisko zmniejszania się liczby spółek dokapitalizowanych tą drogą. W roku 1999 tylko dwie spółki trafiły na WGPW, zaś w roku 2000 tylko jedna.

Tabela 7

Aktywność NFI przy wprowadzaniu spółek parterowych
do obrotu publicznego w latach 1996–2000

Fundusz	WGPW	CeTO
I NFI	2	4
II NFI	1	1
III NFI	2	0
NFI Magna Polonia	1	0
NFI im. K. Wielkiego	0	1
NFI im. E. Kwiatkowskiego	3	2
NFI Foksal	1	1
XI NFI	6	1
NFI Fortuna	3	0
NFI Zachodni	3	0
NFI Hetman	2	0

Źródło: jak w tab. 2 oraz informacje serwisu giełdowego
portalu internetowego HOGA.

Udział spółek portfelowych z programu NFI w strukturze ilościowej spółek giełdowych przedstawiają dane w tab. 8. Jak z niej wynika, udział spółek parterowych w ogólnej liczbie notowanych na WGPW spółek jest niewielki i wynosi obecnie ok. 10%. Podobnie sytuacja wygląda na rynku CeTO zorganizowanym z myślą głównie o spółkach parterowych programu NFI. Z 20 spółek notowanych na koniec II kwartału 2001 r. na tymże segmencie rynku 9 pochodziło z programu, niemniej jednak od 1998 r. na CeTO nie pojawiła się żadna nowa spółka parterowa któregoś z funduszy. Często jest tu także zjawisko, iż papierami spółek nie są dokonywane transakcje przez kilka sesji. Rynek CeTO nie spełnił więc pokładanych w nim nadziei. W roku 1996 według opinii niektórych specjalistów pojawiały się prognozy, że w latach 1998–1999 do obrotu publicznego wprowadzonych

zostanie ok. 50-60 spółek¹³. Tymczasem rzeczywistość zweryfikowała te optymistyczne plany i obecnie liczba ta jest prawie o połowę mniejsza.

Tabela 8

Udział procentowy spółek z programu NFI w ogólnej liczbie spółek notowanych na WGPW w latach 1997–2000

Rok	Liczba spółek ogółem w obrocie na WGPW na koniec roku	Liczba spółek z programu NFI w obrocie na WGPW na koniec roku	Udział procentowy spółek parterowych w ogólnej liczbie notowanych spółek
1997	143	10	6,9
1998	198	21	10,6
1999	221	23	10,4
2000	225	24	10,6

Źródło: jak w tab. 7.

Podobnie, jak w przypadku oceny wartości rynkowej akcji funduszy NFI, tak i w odniesieniu do oceny akcji spółek portfelowych zastosować można wskaźniki: EPS oraz cena do wartości księgowej. Kształtowanie się wskaźnika EPS w spółkach upublicznionych z programu NFI w latach 1996–2000 przedstawiono w tab. 9. Analizując zawarte w niej dane zauważyć można fakt, iż pomiędzy pierwszym a ostatnim okresem, ponad 3-krotnie zwiększyła się liczba spółek, w których wartości wskaźnika przyjmowały wartości ujemne. Oznacza to poniesienie przez nie strat. Liczba takich spółek w roku 1996 wynosiła cztery, rok później tylko dwie, by w roku 1999 zwiększyć się do trzynastu i utrzymać się na tym samym poziomie również w roku 2000. Innym negatywnym zjawiskiem w badanym okresie jest to, iż w wielu przypadkach wskaźnik w omawianym okresie, tj. od roku 1996 do 2000 zmniejsza znacznie swą wartość. Taka sytuacja widoczna jest zwłaszcza w przypadku spółek: Bielbaw, Garbarnia Brzeg, Grajewo, IZNS, Izolacja Jarocin, LZPS, Łukbut, PHOIMB, Polifarb Dębica, Ropczyce, Sanwil, ZEW. W omawianej grupie spółek znaczną ilość (razem 21) stanowią spółki, które w badanym okresie poniosły przynajmniej jeden raz stratę, co wyraża się w występowaniu ujemnych wartości wskaźnika. Występują tu także spółki, w których wartość EPS przyjmuje wartości na zmianę dodatnie i ujemne (Fasing, Mewa, PZM Bolesławiec, ZEW). Wszystkie te elementy powodują, że wiarygodność spółek w ocenie inwestorów nie jest duża, co przekłada się na małe zainteresowanie akcjami wybranych spółek, a to z kolei oznacza małą ich płynność. Spośród upublicznionych spółek jedynie

¹³ Por. A. Kostrz-Kostecka, *Narodowe Fundusze Inwestycyjne na giełdzie*, Presspublica, Warszawa 1997, s. 96.

Tabela 9

Wartość wskaźnika EPS dla upublicznionych spółek programu NFI w latach 1996–2000

Nazwa spółki	Wartość wskaźnika EPS					Nazwa spółki	Wartość wskaźnika EPS				
	1996	1997	1998	1999	2000		1996	1997	1998	1999	2000
Bielbaw	4,57	3,40	2,12	–2,27	–2,38	Pepees	7,62	5,00	5,00	–1,21	5,83
Elkop	–0,22	1,58	1,90	1,29	0,34	PHOIMB	1,31	0,54	–1,36	–1,22	–9,87
Fasing	–1,81	0,07	–4,85	2,36	0,44	Polifarb Dębica	7,81	6,71	–0,13	0,78	–
Ferrum	0,67	0,69	1,14	0,10	–6,05	Połna	–	–	5,00	0	–13,80
Garbarnia Brzeg	1,08	0,97	1,40	0,31	0,10	Ponar	2,11	2,33	1,85	0,23	0,65
Grajewo	7,70	8,26	–7,27	–9,00	6,74	PZM Bolesławiec	0,24	–3,22	0,08	–3,38	4,35
IZNS	3,49	3,35	0,86	–0,62	–5,95	Resbud	2,03	2,29	2,97	2,19	0,05
Izolacja Jarocin	1,78	2,30	0	–2,15	–30,70	Ropczyce	4,77	2,42	2,02	1,71	1,83
Izolacja Zd. Wola	9,91	14,47	12,44	10,85	4,66	Sanwil	3,20	2,23	–0,37	–2,48	–6,87
Lentex	2,55	2,75	1,84	2,00	1,34	Skotan	5,45	6,07	6,08	6,83	2,24
LZPS	1,49	5,45	0,51	0,31	–0,27	Stomil Bełchatów	1,92	1,29	2,37	–0,04	2,23
Łukbut	6,51	6,47	–10,05	–12,48	–4,99	Viscoplast	1,70	1,58	1,75	2,06	2,37
Mewa	–0,40	1,00	–4,00	2,00	1,09	Wafapomp	0,53	0,82	0,92	–1,27	0,71
Milmet	1,45	1,90	1,40	–1,88	–1,25	Wistil	6,28	6,02	5,20	4,65	8,35
Morliny	1,28	1,70	1,59	1,50	0,52	ZEW	1,09	–6,80	0,87	–7,05	–12,02
Orzeł	–	2,00	2,00	5,17	2,87	ZFM	–	2,88	3,47	3,75	–1,98
Pekabeks	0,23	0,23	0,68	0,58	0,02	ZNTK Łapy	–1,99	0,22	0,71	0,52	–6,70

Źródło: opracowanie na podstawie informacji portalu internetowego HOGA.PL oraz *Almanachu spółek giełdowych – wiosna 2001*, „Gazeta Giełdy Parkiet”.

5 z nich w badanym okresie nie wykazało straty, ani też nie zmieniały się w nich gwałtownie z roku na rok wartości wskaźnika EPS – utrzymywał się on na stosunkowo stabilnym poziomie (Izolacja Zd. Wola, Lentex, Orzeł, Viscoplast, Wistil).

Tabela 10

Wartości wskaźnika cena do wartości księgowej w latach 1998–2000
dla spółek parterowych programu NFI wprowadzonych do obrotu publicznego

Wyszczególnienie	1998	1999	2000
Bielbaw	0,15	0,22	0,30
Fasing	0,43	0,18	0,25
Ferrum	0,26	0,89	1,31
Garbarnia Brzeg	0,28	0,34	0,74
Grajewo	1,06	0,83	1,13
Izolacja Zd. Wola	2,66	4,49	3,17
Lentex	0,65	0,97	1,16
LZPS	0,26	0,37	0,38
Łukbut	0,17	0,33	0,59
Milmet	0,30	0,28	0,20
Morliny	1,03	0,91	0,46
Pekabeks	0,30	0,47	0,30
Pepees	0,53	0,60	0,44
Polna	0,65	0,59	0,38
Ponar	0,31	0,32	0,51
Ropczyce	0,30	0,41	0,56
Sanwil	0,23	0,28	0,41
Skotan	0,96	0,81	0,80
Stomil Bełchatów	0,54	0,80	0,78
Viscoplast	0,53	0,80	0,80
Wafapomp	0,23	0,32	0,52
Wistil	0,23	0,30	0,25
ZEW	1,01	0,98	1,03
Średnie wartości wskaźnika na rynku akcji	1,43	1,91	1,98

Źródło: obliczenia na podstawie serwisu giełdowego portalu internetowego HOGA oraz *Rocznika Giełdowego 2001*, oficjalnego wydawnictwa GPW w Warszawie.

Drugim wskaźnikiem fundamentalnym mogącym zostać wykorzystanym do oceny sytuacji spółek upublicznionych, podobnie jak w przypadku oceny akcji funduszy NFI, jest wielkość ceny do wartości księgowej. Dane w latach 1998–2000 dla spółek wprowadzonych na WGPW przedstawiono w tab. 10. Wynika z niej, iż w badanym okresie wartości wskaźnika dla wszystkich spółek z wyjątkiem jednej (Izolacja Zd. Wola) kształtowały się poniżej średniej dla rynku akcji notowanych na WGPW. Dane te potwierdzają

niekorzystną sytuację ekonomiczną wybranych spółek, a zaobserwowaną już wcześniej przy analizie wskaźnika EPS. Spośród tej grupy spółek jedynie Grajewo, Izolacja Zd. Wola, Lentex i ZEW utrzymują wartości wskaźnika na pożądanym poziomie, tzn. powyżej jedności. Sytuacja ta z pewnością nie jest korzystna dla inwestorów lokujących aktywa w akcjach upublicznionych spółek portfelowych.

6. WNIOSKI

Z przeprowadzonych rozważań wynika, że realizacja programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych pozostaje w związku z rozwojem rynku kapitałowego w Polsce. Związek ten nie jest jednak tak znaczący, jak spodziewali się twórcy i autorzy Programu Powszechnej Prywatyzacji. Na negatywną ocenę zasługuje fakt małej, znacznie mniejszej niż się tego spodziewano, liczby spółek portfelowych funduszy na rynku WGPW i CeTO. Innym niepokojącym zjawiskiem jest brak stabilności finansowej spółek, które wprowadzono do obrotu publicznego, co obrazują przedstawione wskaźniki: EPS oraz cena do wartości księgowej. Zainteresowanie akcjami samych funduszy NFI także nie jest znaczne. W analizowanym okresie zaobserwować można trwały spadek ich wartości, malejącą kapitalizację rynkową oraz zjawisko występowania strat w okresach obrotowych. Pozytywnym aspektem wpływu Programu Powszechnej Prywatyzacji na rynek kapitałowy w Polsce było z całą pewnością stosunkowo duże początkowe zainteresowanie nim obywateli, co potwierdzała liczba odebranych PŚU. W późniejszym jednak okresie owo zainteresowanie zmalało, przyczyniając się tym samym do małego społecznego poparcia procesów prywatyzacyjnych w naszym kraju.

Rafał Józwicki

INFLUENCE OF THE MASS PRIVATIZATION PROGRAMM ON THE CAPITAL MARKET IN POLAND

On the first place, the author describes Mass Privatization Program in Poland. Secondly, a reader is acquainted with this aspect of the Program, which are related to the capital market. The inferences of the research indicate, that the influence of the Program on the mentioned part of market is under expectations of the authors.