

acta universitatis lodziensis

FOLIA OECONOMICA

151

Małgorzata Janicka

**WPŁYW PROCESÓW PRYWARTYZACYJNYCH
NA ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO
W POLSCE**

LATA 1990–1996



WYDAWNICTWO UNIwersytetu Łódzkiego • ŁÓDŹ 2000

acta universitatis lodziensis

FOLIA OECONOMICA

151

Małgorzata Janicka

WPLYW PROCESÓW PRYWATYZACYJNYCH NA ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO W POLSCE

LATA 1990–1996

N. hmr.
251537



WYDAWNICTWO UNIwersYTETU ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2000



De 279/2000

26.07

20,00

REDAKCJA NAUKOWO-DYDAKTYCZNA
„FOLIA OECONOMICA”

*Krystyna Piotrowska-Marczak, Bogdan Gregor, Anna Krajewska
Jerzy T. Kowaleski, Krystyna Twardowska*

RECENZENT ZESZYTU

Marian Gorynia

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Iwona Gos

REDAKTOR TECHNICZNY

Wiesława Łubiech

KOREKTOR

Danuta Bąk

OKŁADKĘ PROJEKTOWAŁA

Barbara Grzejszczak



Podr. P 23274 / 151.2000

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
2000

Wydanie I

Ark. druk. 10,375. Papier kl. III, 80 g, 70 × 100

Przyjęto do Wydawnictwa UŁ 18.12.1998 r.

Zam. 66/3144/2000

Drukarnia Uniwersytetu Łódzkiego
90-236 Łódź, ul. Pomorska 143

ISSN 0208-6018

129

SPIS TREŚCI

Wstęp	5
Rozdział I – Polski rynek kapitałowy	8
1. Miejsce rynku kapitałowego w strukturze rynku finansowego	8
1.1. Rynek kapitałowy a rynek finansowy	8
1.2. Rynek kapitałowy – funkcje	11
2. Organizacja polskiego rynku kapitałowego	13
2.1. Komisja Papierów Wartościowych (KPW)	15
2.2. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW)	16
2.3. Domy maklerskie	18
3. Problematyka publicznego obrotu papierami wartościowymi	19
3.1. Rynek pierwotny	20
3.2. Rynek wtórny	22
3.2.1. Rynek giełdowy	22
3.2.2. Regulowany rynek pozagiełdowy	29
3.3. Rynek niepubliczny	32
4. Instrumenty polskiego rynku kapitałowego	33
4.1. Papiery udziałowe	34
4.1.1. Akcje	34
4.1.2. Powszechne świadectwa udziałowe	38
4.2. Papiery dłużne	39
5. Podmioty działające na polskim rynku papierów wartościowych	41
5.1. Uczestnicy reprezentujący stronę popytową	42
5.2. Uczestnicy reprezentujący stronę podażową	43
6. Polski rynek kapitałowy – podsumowanie	54
Rozdział II – Przekształcenia własnościowe w Polsce	59
1. Przesłanki i cele prywatyzacji	60
1.1. Prywatyzacja – zakres pojęciowy terminu	60
1.2. Cele prywatyzacji	62
2. Prywatyzacja polskich przedsiębiorstw państwowych	65
2.1. Przedsiębiorstwa przed rokiem 1989	65
2.2. Przełom roku 1989. Prawne podstawy procesu przekształceń własnościowych w sektorze przedsiębiorstw państwowych	66
2.3. Drogi i metody realizowania przemian własnościowych	68
2.3.1. Prywatyzacja kapitałowa	69
2.3.2. Prywatyzacja likwidacyjna	74
2.3.3. Ugoda bankowa – zamiana wierzytelności na papiery wartościowe	79
3. Polski Program Powszechnej Prywatyzacji (PPP)	81

3.1. Ustawa o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji . . .	82
3.1.1. PPP – uczestnicy	82
3.1.2. Konstrukcja PPP	86
3.1.3. Papiery wartościowe w PPP	86
3.2. Zaawansowanie realizacji PPP	88
4. Prywatyzacja sektora usług finansowych	91
4.1. Przekształcenia własnościowe w sektorze bankowym	92
4.2. Prywatyzacja w sektorze ubezpieczeniowym	95
4.3. Reforma sektora ubezpieczeń społecznych	97
5. Procesy prywatyzacyjne w Polsce – podsumowanie	98
Rozdział III – Rola przemian własnościowych w procesie budowy i rozwoju polskiego rynku kapitałowego	105
1. Wpływ przemian własnościowych na strukturę organizacyjną polskiego rynku kapitałowego	106
1.1. Komisja Papierów Wartościowych i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	108
1.2. Domy maklerskie	109
2. Oddziaływanie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych na powstanie i rozwój rynku kapitałowego	111
2.1. Rynek pierwotny	112
2.2. Rynek wtórny	113
2.2.1. Rynek giełdowy	114
2.2.2. Regulowany rynek pozagiełdowy	124
2.3. Rynek niepubliczny	125
3. Rola prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w procesie kreacji instrumentów rynku kapitałowego	127
3.1. Akcje	127
3.2. Powszechne świadectwa udziałowe	131
3.3. Obligacje	131
4. Przemiany własnościowe w sektorze usług finansowych – ich wpływ na rozwój rynku papierów wartościowych	134
4.1. Znaczenie inwestorów indywidualnych	135
4.2. Inwestorzy instytucjonalni	139
4.2.1. Fundusze inwestycyjne	140
4.2.2. Fundusze ubezpieczeniowe	148
4.2.3. Fundusze emerytalne	150
4.3. Banki	154
Zakończenie	160
Bibliografia (wybrane pozycje)	164

WSTĘP

Polska gospodarka od ponad dziesięciu lat znajduje się w okresie reform systemowych. Funkcjonujący do 1989 r. system nakazowo-rozdzielczy przekształcany jest w system wolnorynkowy. Bardzo ważnymi elementami tej transformacji są: prywatyzacja państwowego majątku i budowa rynku kapitałowego. Prywatyzacja umożliwia dokonanie m. in. zmiany struktury wytwórczej gospodarki oraz zreformowanie sektora finansowego. Przedsiębiorstwa państwowe, uwikłane w sieć finansowo-personalnych zależności, przekształcane są w niezależne przedsiębiorstwa prywatne. Sektor finansowy, prywatyzowany i poszerzany o nowe podmioty, zaczyna działać zgodnie z regułami wolnego rynku. Gospodarka podnosi swą efektywność, zyskuje przejrzystość i dynamizm, które mogą jej zapewnić tylko działające w sposób nieskrępowany i żywiołowy podmioty gospodarcze. Wolność działania owych podmiotów jest również warunkiem koniecznym budowy nowej, z punktu widzenia kraju postsocjalistycznego, struktury ekonomicznej, jaką jest rynek kapitałowy. Pośredniczący w alokacji kapitału inwestycyjnego rynek kapitałowy jest immanentnym elementem systemu finansowego gospodarki wolnorynkowej. Jakość i zasięg jego działania uzależnione są w dużym stopniu od wielkości i jakości sektora prywatnego, funkcjonującego w danym kraju. Zapoznając się z literaturą przedmiotu, można odnieść wrażenie, że wzajemne powiązania postępów prywatyzacji i rozwoju rynku kapitałowego dostrzegane są niezwykle rzadko.

Tymczasem przemiany własnościowe, którym podlega polska gospodarka, wywarły i nadal wywierają decydujący wpływ na procesy budowy i rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Prywatyzacja sektora produkcyjnego gospodarki umożliwiła rozpoczęcie budowy strony popytowej rynku kapitałowego, a następnie przyczyniła się i nadal przyczynia do jej rozwoju. Jednak prywatyzacja realizowana w tym sektorze nie wpłynęła w większym stopniu na rozwój strony podażowej. Czynnikiem sprawczym wzrostu strony podażowej rynku kapitałowego są przekształcenia własnościowe realizowane w sektorze finansowym. Warunkiem dynamicznego, lecz zrównoważonego rozwoju polskiego rynku kapitałowego jest synchronizacja rozwoju jego dwóch stron: popytowej i podażowej. Konkluzja ta oznacza, że obecne

zaawansowanie rozwoju oraz przyszłość rynku papierów wartościowych są bezpośrednio uzależnione nie tylko od tempa i jakości przekształceń własnościowych realizowanych w sektorach produkcyjnym i finansowym polskiej gospodarki, ale również od wzajemnego zharmonizowania obu tych procesów.

Badając wpływ prywatyzacji na polski rynek papierów wartościowych, należy poczynić pewne założenia ograniczające zakres tematyczny badań, gdyż oba procesy obejmują bardzo wiele zagadnień, które z uwagi na swą obszerność nie mogą być zaprezentowane na łamach pracy. Prywatyzacja jest pojęciem bardzo szerokim. Dla celów badawczych jego zakres został zawężony. Analizowane w pracy procesy przemian własnościowych obejmują głównie denacjonalizację (przekształcanie przedsiębiorstw państwowych w prywatne), prowadzoną przez działające do października 1996 r. Ministerstwo Przekształceń Własnościowych (obecnie Ministerstwo Skarbu Państwa). Z powodów uzasadnionych potrzebami pracy częściowo odstąpiono od tego wymogu, poszerzając w części zakres pojęcia o prywatyzację założycielską (przyczyny tego zabiegu zostaną przedstawione w pracy). Ponadto problematyka przekształceń własnościowych jest dyskutowana wyłącznie w aspekcie ekonomicznym, z pominięciem czynników politycznych i społecznych, jako że ich wpływ na procesy prywatyzacji (choć znaczny) jest niewymierny i ma charakter uznaniowy.

Analizę rynku kapitałowego przeprowadzono przede wszystkim w ujęciu jakościowym. Przedstawiono podmioty oraz mechanizmy działania tego rynku, w bardziej ograniczonym stopniu zaś zaprezentowano wskaźniki, charakteryzujące rozwój polskiego rynku papierów wartościowych. Przyczyny dokonania takiej selektywnej prezentacji są podobne jak w przypadku działań prywatyzacyjnych. Wybrano te zagadnienia, które mają ścisły związek z tematem rozprawy. Z tego również względu pominięto obszerny blok tematyczny dotyczący inwestycji zagranicznych w Polsce.

Inwestycje zagraniczne prowadzone są w sposób pośredni i bezpośredni. Inwestycje bezpośrednie związane są wprost z procesem przekształceń własnościowych, natomiast inwestycje pośrednie dokonywane są za pośrednictwem rynku finansowego (w tym rynku kapitałowego). Jeśli wartość inwestycji bezpośrednich można określić z dużym prawdopodobieństwem, to wartość inwestycji pośrednich (portfelowych) można jedynie oszacować (są to w bardzo dużej mierze inwestycje o charakterze spekulacyjnym). Z punktu widzenia pracy istotny jest fakt, że ani inwestycje bezpośrednie, ani pośrednie nie determinują przebiegu prywatyzacji i rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, choć wpływają na oba procesy. Zagadnienie wielkości i uwarunkowań inwestycji zagranicznych jest ponadto na tyle obszerne, iż nie sposób go kompleksowo zaprezentować na łamach niniejszej pracy.

Przeprowadzane w rozprawie badania obejmują okres 1990–1996. Gwoli ścisłości należałoby dodać, iż w pracy jako pierwszą datę graniczną podaje

się często rok 1991. Przyczyną tej rozbieżności jest fakt, iż już w roku 1990 rozpoczęły się w Polsce procesy prywatyzacji, dopiero zaś w roku 1991 nastąpiła inauguracja działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i rok ten przyjmowany jest jako wyznaczający początek działalności polskiego rynku kapitałowego. Jednak w wielu opracowaniach można spotkać łączenie pierwszych dwóch lat prywatyzacji w jeden okres 1990–91, dzięki czemu możliwa staje się synchroniczna analiza postępów prywatyzacji i rozwoju rynku kapitałowego. W pracy przedstawiono również zdarzenia, które wystąpiły po roku 1996. Celem tego zabiegu było wykazanie obecnych tendencji rozwoju występujących zarówno po stronie prywatyzacji, jak i rynku kapitałowego.

Konstrukcja pracy wynika z przyjętego tematu badań. Analizowany jest wpływ procesów prywatyzacji na rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Podmiotem podlegającym badaniu jest rynek kapitałowy, natomiast procesy prywatyzacji są czynnikiem działającym na ten podmiot. W celu zachowania w pracy przejrzystości podzielono ją na trzy rozdziały.

Rozdział pierwszy zawiera charakterystykę podmiotu pracy – rynku kapitałowego. Rynek kapitałowy został przedstawiony jako pewna struktura składająca się z określonych elementów, powiązanych ze sobą siecią zależności. Zaprezentowano mechanizmy jego działania, jego uczestników i podmioty tworzące stronę organizacyjną. Podjęta została również próba oceny dotychczasowych rezultatów jego działalności.

W rozdziale drugim dokonano prezentacji procesów przekształceń własnościowych w Polsce, koncentrując się na ich dwóch, najważniejszych z punktu widzenia celu pracy, nurtach – prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz prywatyzacji instytucji finansowych. Należy dodać, że charakterystyka ta została przedstawiona pod kątem tematu pracy, stąd też pominięto niektóre mniej istotne kwestie, niektóre zaś przedstawiono obszerniej.

Rozdział trzeci natomiast łączy wnioski płynące z rozdziału pierwszego i drugiego, dzięki którym możliwe stało się dowiedzenie postawionej na wstępie tezy. W celu zachowania porządku analizy przyjęto pewien określony układ jej przeprowadzania – badany jest wpływ prywatyzacji na kolejne elementy rynku kapitałowego. Końcowe rezultaty przeprowadzonych badań przedstawiono w zakończeniu.

Pragnę podziękować osobom, dzięki którym niniejsza praca ujrzała światło dzienne: Panu Profesorowi Januszowi Bilskiemu – za Jego niewzruszony optymizm i merytoryczne wsparcie, oraz mojemu Mężowi i Rodzicom – za wyrozumiałość i wiarę w moje twórcze możliwości.

ROZDZIAŁ I

POLSKI RYNEK KAPITAŁOWY

1. Miejsce rynku kapitałowego w strukturze rynku finansowego

1.1. Rynek kapitałowy a rynek finansowy

Rynek finansowy jest integralną częścią systemu finansowego każdego kraju. System finansowy w gospodarce rynkowej to mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między podmiotami gospodarczymi (niefinansowymi), składający się z instrumentów, rynków oraz instytucji finansowych, a także zasad, na jakich one działają¹.

Rynek finansowy jest miejscem, gdzie ścierają się ze sobą podaż i popyt na specyficzny towar, czyli instrumenty finansowe denominowane w walucie krajowej. W przypadku wystąpienia w transakcji waluty zagranicznej wkraczamy w obszar systemu walutowego wraz z towarzyszącymi mu instytucjami i instrumentami.

Rynek finansowy określany jest również jako rynek, za pośrednictwem którego dokonywana jest wymiana jednego rodzaju aktywów finansowych na inne. W większości przypadków pieniądź podlega wymianie na papiery wartościowe, przynoszące ich właścicielowi określony dochód².

Realizując swe funkcje, system finansowy pośredniczy w przepływie środków finansowych w ramach zapłaty za dobra i usługi między podmiotami oraz umożliwia przekazywanie wolnych kapitałów od podmiotów mających ich nadwyżki do tych, które wykazują ich niedobór. Z punktu widzenia celu pracy interesuje nas druga funkcja systemu finansowego – pośrednika umożliwiającego lokowanie finansowych nadwyżek. W ramach systemu finansowego, a poprzez rynek finansowy dokonywana jest więc alokacja zasobów finansowych w gospodarce w taki sposób, by zostały one optymalnie wykorzystane.

¹ Z. Polański, *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–1993*, PWN, Warszawa 1995, s. 17.

² J. Czekaj, S. Owsiak, *Finansowy mechanizm alokacji zasobów w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 1992, s. 178.

Rynek finansowy nie jest pojęciem jednorodnym. W zależności od przyjętej klasyfikacji można wyróżnić tworzące go subrynki. Najczęściej spotykanym kryterium podziału jest czas, na jaki zostają zaangażowane na rynku środki finansowe. Według tego kryterium rynek finansowy dzieli się na:

1) rynek pieniężny, na którym instrumenty finansowe mają termin zapadalności nie przekraczający jednego roku;

2) rynek kapitałowy, na którym instrumenty finansowe podlegają wykupowi po okresie jednego roku (należy zaznaczyć, że na rynku tym funkcjonują zarówno papiery wierzytelnościowe, których ten warunek dotyczy, jak i udziałowe, nie podlegające powyższej zasadzie).

Przedstawiony podział można nazwać klasycznym, gdyż należy on do najczęściej spotykanych.

W literaturze przedmiotu spotyka się również inne klasyfikacje. Edmund Pietrzak dokonuje podziału rynku finansowego, opierając się na kryterium cech stosowanych instrumentów finansowych, pełnionych funkcji oraz charakterystyk klientów³:

1. Rynek pieniężny jest rynkiem instrumentów finansowych o najwyższym stopniu płynności i największym bezpieczeństwie, których termin spłaty nie przekracza jednego roku. Umożliwia utrzymanie płynności przez podmioty oraz zawieranie transakcji chroniących przed stratami powodowanymi przez wahania krótkoterminowych stóp procentowych. Jego uczestnikami są głównie inwestorzy instytucjonalni.

2. Rynek kapitałowy to rynek instrumentów finansowych o wysokim stopniu płynności i bezpieczeństwa, których termin zapadalności jest dłuższy niż jeden rok. Instrumenty tego rynku mają charakter wierzytelski lub własnościowy. Zapewnia on transfer wolnych funduszy między ich donatorami a inwestorami oraz dokonuje alokacji zasobów w gospodarce. Uczestniczą w nim zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni.

3. Rynek kredytowy tworzą transakcje finansowe zawierane między instytucjami pożyczającymi fundusze a klientami, którzy z różnych przyczyn nie mogą pozyskać środków *via* rynek pieniężny lub kapitałowy. Jego głównym instrumentem jest kredyt, indywidualnie negocjowany między kredytodawcą a kredytobiorcą – odróżnia to rynek kredytowy od pieniężnego i kapitałowego, gdzie nie jest przewidziana taka forma bezpośredniego kontaktu. Kredyt bankowy – podstawowy instrument rynku kredytowego – jest w zasadzie instrumentem niepłynnym.

4. Rynek pozabilansowych instrumentów finansowych to najnowszy segment rynku finansowego. Tworzą go transakcje nie powodujące powstawania typowych wierzytelności i zobowiązań, dlatego też są one umieszczane poza

³ E. Pietrzak, *Rozwój rynku kapitałowego w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego. Okres 1989–1991*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1992, z. 20, s. 5–10.

bilansem. Rynek ten obejmuje transakcje tzw. instrumentami pochodnymi⁴ (np. *futures*, opcje⁵). Należy tu dodać, że wraz z upływem czasu powstają wciąż nowe odmiany instrumentów tego rynku, będące w większości kombinacjami wymienionych. Podstawową funkcją tego rynku jest ochrona przed ryzykiem zmienności cen instrumentów finansowych, stóp procentowych oraz kursów walutowych. Powszechnie spotykanym zjawiskiem jest również spekulacja, opierająca się na zmienności kursów instrumentów pochodnych.

Jacek Socha⁶ przyjmuje dwa kryteria wyodrębnienia rynku kapitałowego z rynku finansowego:

1) okres dysponowania środkami przez podmiot finansujący swoją działalność, zgodnie z tym kryterium pozyskiwane środki muszą pozostać w gestii podmiotu ponad jeden rok (dotyczy to obligacji, akcje nie są papierami dłużnymi); według tej klasyfikacji zaciąganie kredytów długoterminowych zaliczane jest także do transakcji rynku kapitałowego;

2) cele, na które podmiot decyduje się przeznaczyć uzyskane środki; powinny one być przeznaczone na inwestycje rozszerzające możliwości rozwoju podmiotu, np. inwestycje produkcyjne; dzięki kryterium celu zasadne staje się włączenie wcześniej wymienionego rynku kredytowego w obszar funkcjonowania rynku kapitałowego.

Zaprezentowane, odmienne stanowiska dotyczące ostatecznego umiejscowienia rynku kapitałowego w strukturze systemu finansowego dowodzą, że praktycznie nie istnieje jedna, uniwersalna formuła definiująca w sposób precyzyjny i jednoznaczny rynek kapitałowy.

Wydaje się, że koncepcją, która w sposób najbardziej jasny i przejrzysty dokonuje wyodrębnienia rynku kapitałowego z całości rynku finansowego, jest propozycja przedstawiona przez E. Pietrzaka. Trudno odmówić jednak pewnej racji autorom, którzy włączają w obszar działania rynku kapitałowego rynek kredytowy. Nie ulega wątpliwości, że dzięki kredytom następuje przepływ środków finansowych od podmiotów, które mają ich nadmiar, do tych, które cierpią na ich deficyt. Tę funkcję rynek kredytowy wypełnia w sposób doskonały. Dyskusyjne wydaje się jednak wypełnianie przezeń funkcji optymalnej alokacji zasobów, która w tym wypadku nie jest dokonywana przez rynek, a w drodze indywidualnych negocjacji między pożyczkodawcą a pożyczkobiorcą. Instrumentem rynku kredytowego jest kredyt, który nie posiada cech klasycznego instrumentu rynku kapitałowego. Nie

⁴ Ogólnie instrumenty pochodne definiuje się jako rodzaj umów, których celem jest zabezpieczenie inwestora przed ryzykiem wynikającym ze zmiany ceny rynkowej towaru (instrumentu bazowego).

⁵ *Futures* to transakcje z terminem wykonania w przyszłości, ale po cenie ustalonej w momencie zawarcia transakcji. Opcja jest prawem zakupu (opcja kupna) lub sprzedaży (opcja sprzedaży) określonej ilości danego towaru w ciągu uzgodnionego czasu po z góry ustalonej cenie.

⁶ J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1993, s. 15.

oznacza to, że w pewnych przypadkach nie może się nim stać (np. sprzedaż wierzytelności przez banki), jednak są to wyjątki, a nie reguła.

Kolejną sporną kwestią pozostaje włączanie do rynku kapitałowego rynku tzw. instrumentów pochodnych, czyli opcji, *futures* itp. Trudno jednak nie zauważyć istotnych różnic występujących między wymienionymi rynkami – zarówno pod względem realizowanych funkcji, jak i istniejących instrumentów. Zasadniczym podobieństwem są procedury transakcji, zawieranych na giełdach instrumentów pochodnych i klasycznych oraz fakt, że jak sama nazwa wskazuje „instrumenty pochodne” zostały stworzone wtórnie w stosunku do instrumentów już istniejących (np. akcja, jako udziałowy papier wartościowy, to instrument rynku kapitałowego oraz opcja na zakup/sprzedaż akcji to instrument nie niosący sam w sobie praw majątkowych, uzależniony od kształtowania się kursu akcji, instrument pochodny).

Ostatecznie przyjęto następującą definicję rynku kapitałowego: jest to rynek, na którym następuje przepływ długoterminowych środków finansowych (kapitałów) w celu ich optymalnej alokacji, od podmiotów dysponujących ich nadwyżkami do podmiotów odczuwających ich niedobór. Wynikające z transakcji prawa kapitałodawców ucieleśnione zostają w zbywalnych instrumentach rynku kapitałowego o charakterze dłużnym lub udziałowym, których termin zapadalności przekracza jeden rok.

1.2. Rynek kapitałowy – funkcje

Powstanie rynku kapitałowego wiąże się z nader istotnym wydarzeniem w gospodarczych dziejach świata – rozerwaniem istniejącej pierwotnie, prostej zależności związanej z wykorzystywaniem istniejących środków finansowych: jedności posiadania i inwestowania kapitału przez tę samą osobę. W nowoczesnej gospodarce rynkowej rynek kapitałowy jest swoistym pośrednikiem między podmiotami posiadającymi wolne środki pieniężne a ich ostatecznymi użytkownikami, płacącymi odpowiednią cenę za możliwość ich wykorzystywania.

Rynek kapitałowy pełni w gospodarce wiele istotnych funkcji. Funkcje te rozumiane są przez większość zainteresowanych w podobny sposób i temat ten nie budzi specjalnych kontrowersji⁷. E. Pietrzak wyróżnia cztery takie funkcje⁸:

1) zapewnienie transferu wolnych funduszy pieniężnych od podmiotów dysponujących nadwyżkami do tych podmiotów, którym brakuje środków na rozszerzenie lub rozpoczęcie bezpośredniej działalności gospodarczej;

⁷ Kontrowersje budzi natomiast występujące dość powszechnie zamienne stosowanie pojęć: rynek finansowy oraz rynek kapitałowy. Autorzy różnych opracowań wymieniają funkcje rynku kapitałowego jako rynku finansowego lub też utożsamiają rynek finansowy z kapitałowym.

⁸ E. Pietrzak, *Rozwój rynku...*, s. 7–8.

2) optymalna alokacja zasobów w gospodarce narodowej;
 3) zapewnienie płynności środków finansowych oraz instrumentów rynku kapitałowego;

4) cenowa weryfikacja występujących na nim papierów wartościowych.

Nieco odmiennie ujmują temat P.L. Cooley i P.F. Roden⁹, którzy również dokonują rozróżnienia czterech zadań rynku¹⁰:

1) transfer funduszy od tych, którzy je oszczędzają do tych, którzy je wykorzystują;

2) zapewnienie płynności;

3) tworzenie systemu bodźców i sygnałów;

4) sprawdzian umiejętności menedżerów finansowych przedsiębiorstw.

Wydaje się, że dwa pierwsze punkty są zrozumiałe, jednak dwa pozostałe wymagają pewnych wyjaśnień. Funkcja określona w punkcie trzecim, czyli rynek kapitałowy jako kreator bodźców i sygnałów, przydatna jest wszystkim osobom zaangażowanym w działalność gospodarczą. Wahania cen papierów wartościowych mogą nieść ze sobą sygnały o nadchodzącej zmianie koniunktury. Zawirowania w gospodarce powodują nie tylko zmiany cen tychże papierów, ale modyfikacji może również ulec otoczenie gospodarcze, w tym np. wysokość stopy procentowej, która jest głównym czynnikiem (bodźcem) skłaniającym pożyczkodawców do udzielenia pożyczki, a pożyczkobiorców do skorzystania z niej.

Rynek kapitałowy dokonuje również weryfikacji kompetencji dyrektorów finansowych przedsiębiorstw. Akcje o relatywnie niskim ryzyku, przynoszące wysokie dywidendy, zwykle notują tendencje wyższujące, co jest wyrazem uznania dla kwalifikacji zarządu firmy. Menedżer finansowy na bieżąco śledzi ruchy cen akcji firmy, co pozwala mu dowiedzieć się, jak polityka finansowa przedsiębiorstwa postrzegana jest przez właścicieli – akcjonariuszy spółki. Oczywiście należy tu wziąć również pod uwagę sytuację, gdy zmiany cen akcji nie pozostają w żadnym związku z sytuacją finansową firmy, a są np. efektem zabiegów spekulacyjnych.

Reasumując, można przyjąć następujące funkcje, jakie w rozwiniętej gospodarce rynkowej spełnia rynek kapitałowy:

1) pośredniczy w transferze wolnych środków finansowych między podmiotami dysponującymi ich nadwyżkami (kapitałodawcami) oraz tymi, które cierpią na ich niedobór (kapitałobiorcami), umożliwiając dokonanie optymalnej alokacji zasobów w gospodarce;

⁹ P. L. Cooley, P. F. Roden, *Business Financial Management*, The Dryden Press, 1988, s. 30–34.

¹⁰ Autorzy prezentują funkcje rynku finansowego, a nie kapitałowego. Jednak podawana przez nich definicja rynku finansowego (jako miejsce i wszelkie udogodnienia, za których pośrednictwem rządy i przedsiębiorstwa pozyskują fundusze w zamian za papiery wartościowe) jest dowodem, że *de facto* mówią oni o rynku kapitałowym. Tamże, s. 30.

2) zapewnia płynność;

3) umożliwia dokonanie wyceny papierów wartościowych, przez co wyraża opinię akcjonariuszy na temat standingu finansowego firmy i sprawności jej zarządu;

4) wyznacza poziom równowagi między popytem i podażą wolnych środków finansowych (cena kapitału);

5) stwarza dogodne możliwości elastycznego kształtowania struktury posiadanych lokat, zgodnie z preferencjami poszczególnych osób względem ryzyka¹¹;

6) przyczynia się do mobilizacji kapitału w gospodarce (dokonuje agregacji niewielkich środków pieniężnych drobnych inwestorów w większe, o różnych możliwościach zastosowania);

7) umożliwia przekształcenie kapitałów krótko- i średnioterminowych w kapitały długoterminowe, niezbędne do finansowania długoterminowych inwestycji.

Rynek kapitałowy realizuje wymienione funkcje w systemie rozwiniętej gospodarki rynkowej. W Polsce rynek papierów wartościowych dopiero się rozwija. Wydaje się zatem rzeczą naturalną, że nie wypełnia on jeszcze wszystkich przedstawionych funkcji bądź nie czyni tego w sposób doskonały.

2. Organizacja polskiego rynku kapitałowego

Rozwój polskiego rynku kapitałowego został przerwany przez wybuch drugiej wojny światowej oraz zmianę zasad organizacji gospodarki w Polsce powojennej. Przebudowa struktury gospodarczej państwa, zapoczątkowana w roku 1989, rozpoczęła również proces odbudowy systemu finansowego w Polsce, w tym rynku kapitałowego. Ze względu na brak instytucji gospodarki rynkowej, a także rynkowych mechanizmów obiegu pieniądza w gospodarce, powstała konieczność wykreowania rynku kapitałowego od podstaw.

Można przyjąć, iż rząd mógł zająć dwa stanowiska wobec procesu powstawania rynku kapitałowego – brak ingerencji w samodzielny, oddolny proces budowy rynku, opartego na kodeksie handlowym i cywilnym, bądź też odgórne ustanowienie prawa, czyniącego z państwa bezpośredniego nadzorcę wszystkich zachodzących na tym rynku procesów. Model pierwszy występuje m.in. w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii (stąd pochodzi jego nazwa – anglo-amerykański), natomiast drugi, np. we Francji oraz Niemczech (zwany kontynentalno-europejskim).

¹¹ J. Czekał, S. Owsiał, *Finansowy mechanizm...*, s. 179.

W Polsce zaistniała dość specyficzna sytuacja. Do uchwalenia przez Sejm ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, czyli w okresie od września 1989 r. do marca 1991 r. budowa polskiego rynku kapitałowego przebiegała zupełnie spontanicznie, choć w ramach obowiązującego prawa. Okres ten cechowały¹²:

- żywiołowość; zgodnie z maksymą „co nie jest zabronione, jest dozwolone”, uczestnicy rynku prowadzili swą działalność jedynie opierając się na kodeksie handlowym i cywilnym, oraz częściowo na ustawie o obligacjach (pochodzącej jeszcze z 1988 r.); w efekcie powstało wiele tzw. quasi-giełd, działających raczej na zasadach rynku pozagiełdowego niż rynku giełdowego, prowadzonych często przez osoby nie mające profesjonalnego przygotowania i odpowiedniego poziomu etycznego;

- popularność nowo powstałej możliwości lokowania środków finansowych; rynek kapitałowy w owym czasie postrzegany był głównie jako alternatywna możliwość szybkiego osiągnięcia znacznych przychodów;

- bardzo ograniczony zasięg rynku, tzn. niewielka liczba papierów wartościowych i niewielkie nimi obroty;

- przedsiębiorczość firm, zwanych quasi-giełdami w rozwijaniu swej działalności.

W tym pierwszym okresie działania rynku kapitałowego w obrocie znajdowały się obligacje przedsiębiorstw (m.in. Ursusa, FSM – uprawniające do pierwszeństwa w zakupie wyrobów emitenta), akcje Drewbudu (uprawniające do zakupu domów), pierwsza i druga emisja obligacji skarbu państwa (obligacje drugiej emisji uprawniały do zakupu akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw z 20% dyskontem) oraz akcje kilku spółek (w tym BIG-u, Uniwersalu, Prosperbanku)¹³.

Formalnie rzecz ujmując, pierwszy spontaniczny okres powstawania rynku kapitałowego zakończył się wraz z uchwaleniem przez Sejm 22 marca 1991 r. ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹⁴. W celu umożliwienia podmiotom dotychczas funkcjonującym na rynku spełnienie ustawowych wymogów, wyznaczono im trzymiesięczny okres *vacatio legis*, natomiast emitenci będących już w obrocie papierów wartościowych otrzymali sześć miesięcy na ich dostosowanie do wymaganych standardów. Przyjęta ustawa przewidywała istnienie ścisłej kontroli państwa (poprzez jego organy) nad procesem budowy rynku kapitałowego. Konsekwencją przyjęcia określonych rozwiązań legislacyjnych stało się powołanie instytucji działających w strukturze organizacyjnej polskiego rynku papierów

¹² E. Pietrzak, *Rozwój rynku...*, s. 16–20.

¹³ *Biała księga rynku kapitałowego*, cz. I: *Bariery rozwoju*, KPW, Warszawa maj 1992 r.

¹⁴ Dz.U. 1991, nr 35, poz. 35; nr 103, poz. 447. Ustawa weszła w życie 25 kwietnia 1991 r.

wartościowych – Komisji Papierów Wartościowych, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz domów maklerskich.

Niniejsza praca opiera się na rozwiązaniach prawnych przyjętych w omawianej ustawie, która obowiązywała w badanym okresie 1990–1996¹⁵.

2.1. Komisja Papierów Wartościowych (KPW)

Komisja Papierów Wartościowych jest centralnym organem administracji rządowej, sprawującym funkcję kontrolno-nadzorczą nad rynkiem kapitałowym. Do jej zadań należy przede wszystkim:

- sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku papierów wartościowych;

- inspirowanie, organizowanie i podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych oraz ochronę inwestorów;

- współdziałanie z organami administracji rządowej, NBP oraz z instytucjami i uczestnikami publicznego obrotu papierami wartościowymi w zakresie kształtowania polityki gospodarczej państwa, zapewniającej rozwój rynku papierów wartościowych;

- upowszechnianie wiedzy o zasadach funkcjonowania rynku papierów wartościowych.

Komisja Papierów Wartościowych ma decydujący głos praktycznie we wszystkich kwestiach dotyczących rynku kapitałowego. Wydaje zgodę (bądź ją cofa) na dopuszczenie do obrotu publicznego papierów wartościowych¹⁶. Monituje działalność spółek, które wprowadziły papiery wartościowe do publicznego obrotu oraz kontroluje prawidłowość przebiegu kolejnych emisji. Komisja strzeże również poprawności przebiegu samego obrotu papierami wartościowymi, co przejawia się m.in. w nadzorowaniu wypełniania rygorystycznych wymagań, jakie są stawiane przed podmiotami dokonującymi transakcji papierami wartościowymi. Zgodnie z ustawą, publiczny obrót papierami wartościowymi może odbywać się wyłącznie za pośrednictwem podmiotów prowadzących przedsiębiorstwo maklerskie¹⁷. Komisja wydaje

¹⁵ Została ona zastąpiona przez uchwaloną 21 sierpnia 1997 r. ustawę o publicznym obrocie papierami wartościowymi (w skrócie: ustawa o p.o.p.w.), Dz.U. 1998, nr 107, poz. 669.

¹⁶ Z wyjątkiem papierów wartościowych o okresie zapadalności krótszym niż rok lub sygnowanych przez NBP i skarb państwa.

¹⁷ Wyjątek zastosowano dla obrotu świadectwami udziałowymi, który zgodnie z art. 35, pkt 1 ustawy o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji jest obrotem wolnym i nie wymaga pośrednictwa podmiotu prowadzącego przedsiębiorstwo maklerskie.

lub cofa zezwolenia na prowadzenie firm maklerskich oraz przeprowadza egzaminy dla osób pragnących zostać maklerami bądź doradcami inwestycyjnymi. Ponadto KPW jest organem nadzorującym działalność towarzystw funduszy powierniczych oraz sprawującym zwierzchni nadzór nad samorządem maklerów.

Dokonany, krótki przegląd uprawnień Komisji dowodzi, iż jest ona bez wątpienia instytucją mającą największy zakres władzy na rynku kapitałowym. Rodzi to niebezpieczeństwo powstania swoistego „monopolu decyzyjnego”, mogącego doprowadzić w skrajnych przypadkach do wystąpienia niekorzystnych tendencji na rynku kapitałowym, będących rezultatem „przeregulowania” tegoż rynku. W myśl postanowień uchwalonej 21 sierpnia 1997 r. nowej ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, kompetencje KPW zostały rozszerzone o nadzór nad działalnością giełd towarowych. Komisja Papierów Wartościowych otrzymała również nową nazwę: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

Komisja Papierów Wartościowych jest instytucją pełniącą przede wszystkim rolę nadzorczą na rynku papierów wartościowych. Instytucjami tworzącymi „sieć” organizacyjną dla obrotu papierami wartościowymi są natomiast: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, domy maklerskie oraz Giełda Papierów Wartościowych i Centralna Tabela Ofert.

2.2. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW)

Zgodnie z ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi, warunkiem dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu jest ich dematerializacja. Dematerializacja obrotu papierami wartościowymi polega na oddzieleniu obrotu samymi prawami inkorporowanymi w papierach wartościowych od ich materialnego nośnika, który zostaje złożony w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych¹⁸.

Według pierwotnych zapisów ustawy z 22 marca 1991 r., KDPW miał być prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA i funkcjonować w strukturze giełdy. Już wtedy zakładano jednak, iż jest to rozwiązanie przewidziane jedynie na okres przejściowy. Wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego uznano, iż KDPW winien funkcjonować jako instytucja niezależna od giełdy¹⁹. Po nowelizacji ustawy o p.o.p.w. w grudniu

¹⁸ M. Michalski, *Dematerializacja obrotu papierami wartościowymi*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1995, nr 7.

¹⁹ Brak takiej niezależności uznawany był za jedną z najważniejszych przeszkód hamujących procesy powstawania rynku pozagiełdowego – KDPW jako część giełdy zapewniał obsługę tylko rynku giełdowego.

1993 r. powstały podstawy prawne do dokonania takiego rozdziału, lecz faktyczne wydzielenie KDPW nastąpiło dopiero w listopadzie 1994 r. Wówczas Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA i ówczesne Ministerstwo Przekształceń Własnościowych (reprezentujące skarb państwa) utworzyły spółkę akcyjną – KDPW SA. Znowelizowana ustawa określiła w zarysie zasady funkcjonowania KDPW i jego zadania:

- przechowywanie i rejestracja papierów wartościowych będących w publicznym obrocie,
- prowadzenie kont depozytowych dla podmiotów uprawnionych do przechowywania w nim papierów wartościowych,
- rejestracja na kontach depozytowych transakcji między uprawnionymi,
- nadzór nad zgodnością wielkości emisji i liczbą papierów wartościowych w obiegu,
- obsługa realizacji zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych,
- wystawianie świadectw depozytowych,
- organizacja i prowadzenie rozliczeń transakcji.

Jednym z ważniejszych zadań, jakie stoją przed KDPW, jest obsługa realizacji zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych. Chodzi tu zarówno o realizację wierzytelności związanych z nabyciem dłużnych papierów wartościowych (w przypadku obligacji – wypłata odsetek od obligacji, wykup obligacji), jak również papierów udziałowych (wypłata dywidendy, obsługa realizacji prawa pierwszeństwa w objęciu akcji nowej emisji itp.).

W związku z realizacją programu NFI utworzono instytucję „Powiernika Emisji”, która zajmowała się obsługą procesu dematerializacji świadectw udziałowych. Funkcję „Powiernika Emisji” pełnił wydzielony Dział KDPW (choć początkowo istniał również pomysł, by Powiernikiem Emisji została oddzielnie utworzona spółka).

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych podlega kontroli Komisji Papierów Wartościowych.

Fakt wprowadzenia pełnej dematerializacji obrotu papierami wartościowymi (z wyjątkami określonymi ustawą) należy zaliczyć do najistotniejszych kroków podjętych przez polskiego ustawodawcę w celu osiągnięcia standardów rynków zachodnich²⁰.

²⁰ Należy tutaj dodać, iż w krajach rozwiniętej gospodarki rynkowej praktycznie nie występuje pełna dematerializacja obrotu papierami wartościowymi, choć są takie założenia na przyszłość. Tym samym Polska ma obecnie jeden z najbardziej zaawansowanych modeli rozliczania i ewidencjonowania transakcji papierami wartościowymi na świecie.

2.3. Domy maklerskie

Zgodnie z polskim prawem, publiczny obrót papierami wartościowymi może być prowadzony wyłącznie za pośrednictwem przedsiębiorstw maklerskich, toteż pełnią one bardzo ważną rolę w organizowaniu rynku papierów wartościowych. Tworzą pierwszy poziom w sekwencji organizacyjnej handlu papierami wartościowymi, wchodząc w bezpośredni kontakt z inwestorem.

Według ustawy uchwalonej w 1991 r., przedmiotem przedsiębiorstwa maklerskiego może być m.in.:

- oferowanie papierów wartościowych w publicznym obrocie,
- nabywanie lub sprzedaż papierów wartościowych na zasadach określonych ustawą,
- zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie,
- zawodowe doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi,
- przechowywanie papierów wartościowych na zlecenie uprawnionego oraz rejestrowanie stanu posiadania papierów wartościowych i zmian tego posiadania.

Istotnym uzupełnieniem wymienionych czynności jest możliwość dokonywania przez przedsiębiorstwo maklerskie również transakcji papierami wartościowymi nie dopuszczonymi do publicznego obrotu, jednak za zgodą i na warunkach określonych przez Komisję.

Na polskim rynku kapitałowym funkcjonują bankowe i niebankowe biura maklerskie. Bank może podejmować działalność maklerską (po uzyskaniu zezwolenia Komisji) pod warunkiem, iż ta działalność zostanie wydzielona organizacyjnie i finansowo ze struktur banku.

Działalność maklerską na terytorium Polski mogą podejmować również podmioty zagraniczne pod warunkiem, iż uzyskają one zezwolenie przewidziane ustawą.

Do grudnia roku 1996 domy maklerskie prowadziły obrót papierami wartościowymi jedynie w ramach regulowanego rynku giełdowego. Wydanie przez Radę Ministrów w czerwcu 1995 r. rozporządzenia, które określiło formy regulowanego pozagiełdowego wtórnego publicznego obrotu papierami wartościowymi, oraz początek realizacji Programu Powszechnej Prywatyzacji, postawiły przed domami maklerskimi zupełnie nowe zadania. Przede wszystkim domy maklerskie zetknęły się z papierami wartościowymi w formie zmaterializowanej (świadectwami udziałowymi). Konieczne stało się wypracowanie efektywnej procedury zarówno obrotu świadectwami istniejącymi w fizycznej postaci, jak i dematerializacji tychże świadectw. Kolejnym wyzwaniem, przed jakim stanęły biura maklerskie była organizacja obrotu akcjami spółek parterowych NFI. Większość spółek (choć nie było to konieczne) powierzyła organizację rynku swoich walorów profesjonalistom, a więc

domom maklerskim. Pośrednictwo biur maklerskich gwarantowało bowiem bezpieczeństwo obrotu, wysoki poziom usług i legalność procedur. Biuro maklerskie, które chciało prowadzić działalność na rynku niepublicznym, musiało wcześniej uzyskać zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych.

Po ukazaniu się rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie regulowanego rynku pozagiełdowego, część biur maklerskich aktywnie włączyła się w budowę strony organizacyjnej tego rynku i powołała spółkę akcyjną CeTO. Rola domów maklerskich na regulowanym rynku pozagiełdowym zostanie bliżej zaprezentowana w dalszej części pracy.

Do końca roku 1996 na polskim rynku kapitałowym funkcjonowało 50 podmiotów prowadzących przedsiębiorstwa maklerskie – w tym 21 biur bankowych oraz 29 niebankowych.

3. Problematyka publicznego obrotu papierami wartościowymi

Rynek, na którym dokonuje się obrotu papierami wartościowymi, można podzielić ze względu na kryterium podmiotu oferującego papiery wartościowe na:

- rynek pierwotny,
- rynek wtórny.

Dokonując segmentacji rynku kapitałowego, z tego typu podziałem spotkamy się najczęściej. Drugą istotną klasyfikacją jest ta, zgodnie z którą rynek kapitałowy dzieli się na dwa główne podryniki:

- regulowany (publiczny),
- nieregulowany (prywatny).

Należy zauważyć, iż przedstawione klasyfikacje nie są rozłączne, lecz przenikają się nawzajem. Rynek pierwotny może obejmować zarówno transakcje papierami wartościowymi znajdującymi się w obrocie publicznym, jak i prywatnym. Podobnie jest z rynkiem wtórnym.

Większość transakcji przebiegających na rynku kapitałowym odbywa się poprzez rynek publiczny, który poddany jest ścisłej reglamentacji prawnej. Wiodącym założeniem obrotu publicznego, którego głównymi cechami są anonimowość i masowość, jest (jak sama nazwa wskazuje) uczestniczenie w nim znacznej liczby osób, których prawa muszą być należycie chronione. Obrót publiczny regulowany jest przez specjalne akty prawne.

Obrót nieregulowany (prywatny) jest obrotem pozbawionym cech masowości i anonimowości, nie zachodzi więc konieczność objęcia go szczególną kontrolą. Może on być tylko obrotem pozagiełdowym, normowanym przepisami kodeksu handlowego i cywilnego.

Procesy prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych są przede wszystkim powiązane z transakcjami rynku regulowanego, zatem większość uwagi w niniejszej pracy zostanie poświęcona właśnie problematyce obrotu publicznego.

3.1. Rynek pierwotny

Na rynku pierwotnym następuje zbycie przez emitenta nowych emisji papierów wartościowych inwestorom. Poprzez ten rynek emitenci zbierają fundusze na rozszerzenie działalności inwestycyjnej. Dzieli się go na dwa subryniki:

- prywatny,
- publiczny.

Z lokowaniem emisji na prywatnym rynku pierwotnym mamy do czynienia wówczas, gdy oferta emitenta nie spełnia wymogów ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz przeznaczona jest dla zamkniętej grupy nabywców. Działalność na tym rynku normowana jest, jak już wspomniano, przez odpowiednie przepisy kodeksu handlowego i cywilnego.

Organizowanie publicznej emisji papierów wartościowych odbywa się według przepisów regulujących problematykę publicznego obrotu – w badanym okresie według ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Zgodnie z tą ustawą, publiczny obrót pierwotny to proponowanie przez emitenta nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabywanie takich praw.

W celu wprowadzenia papierów do publicznego obrotu, emitent lub wprowadzający składa do Komisji Papierów Wartościowych, za pośrednictwem biura maklerskiego, odpowiedni wniosek wraz z prospektem emisyjnym (lub memorandum informacyjnym) i innymi wymaganymi dokumentami. Po uzyskaniu zgody Komisji emitent lub wprowadzający ma obowiązek złożyć dopuszczone do publicznego obrotu papiery wartościowe do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz upublicznić informacje zawarte w prospekcie emisyjnym. Prospekt emisyjny winien zawierać wszelkie informacje na temat oferowanych na jego podstawie papierów wartościowych, m.in. ich wartość nominalną²¹ i cenę emisyjną. Określenie właściwej ceny emisyjnej jest jednym z kluczowych czynników warunkujących powodzenie całej emisji na rynku. Cena emisyjna uzależniona jest od wartości spółki – emitenta. Przeprowadzenie wyceny majątku przedsiębiorstwa jest jednym

²¹ Wartość nominalna akcji powstaje w wyniku podzielenia wartości kapitału akcyjnego spółki przez liczbę wyemitowanych akcji. Wartość kapitału akcyjnego nie jest równoważna wartości spółki, która ustalana jest poprzez odpowiednią wycenę.

z najtrudniejszych zadań, przed którymi stoją instytucje przygotowujące emisję papierów wartościowych. Przez szereg lat w Polsce nie istniała potrzeba rzetelnej wyceny majątku przedsiębiorstw państwowych. Problem ten narodził się wraz z rozpoczęciem budowy rynku kapitałowego i realizacją procesu przekształceń własnościowych.

W chwili obecnej żadna z metod, stosowana w warunkach polskich, nie zapewnia rzetelności wyników. Nie sprawdzają się ani metody dochodowe, wymagające poprawnego oszacowania możliwych przyszłych przychodów przedsiębiorstwa, ani metody majątkowe, opierające się na wycenie rzeczywistej wartości jego aktywów. Wśród przyczyn, z których powodu rzeczywista wartość majątku przedsiębiorstwa odbiega od wartości szacowanej, można wymienić²²:

- deprecjację majątku w wyniku zmiany programu produkcyjnego,
- deprecjację majątku w wyniku postępu technicznego,
- zawyżenie wartości księgowej majątku na skutek błędów popełnionych w procesie inwestycyjnym,
- arbitralność władz ustalających stawki amortyzacji,
- deprecjację wartości księgowej obiektów na skutek inflacji.

Choć trafność wyceny przedsiębiorstwa winna być zweryfikowana przez rynek, nie zawsze możliwa jest jednoznaczna odpowiedź, czy przedsiębiorstwo zostało wycenione w sposób prawidłowy, czy nie. Ceny osiągane przez papiery wartościowe na rynku wtórnym zależą bowiem od bardzo wielu czynników, często pozaekonomicznych.

Brak pewnego i wiarygodnego sposobu dokonywania wyceny majątku przedsiębiorstwa czyni określenie ceny emisyjnej jednym z najtrudniejszych zadań, przed jakimi staje emitent, plasując akcje na rynku pierwotnym. Niewłaściwe określenie ceny emisyjnej może stać się przyczyną problemów emitenta ze znalezieniem chętnych do objęcia emisji danych papierów wartościowych. Zawyżenie (zgodnie z reakcjami rynku) ceny może zakończyć się porażką emisji, natomiast jej zaniżenie oznacza stratę dla emitenta.

Trzeba podkreślić, iż prowadzone przez inwestorów transakcje zakupu akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw od skarbu państwa nie są transakcjami rynku pierwotnego. Skarb państwa nie jest bowiem ich emitentem (emitentami są prywatyzowane przedsiębiorstwa), lecz właścicielem, który zbywa należące doń papiery wartościowe na rynku wtórnym. Nic jednak nie stoi na przeszkodzie, by spółka, której akcje są sprzedawane przez skarb państwa na rynku wtórnym, dokonała w tym samym czasie nowej emisji akcji. Te nowo wyemitowane akcje byłyby już nabywane za pośrednictwem rynku pierwotnego.

²² T. Kierczyński (red.), *Spółka akcyjna jako forma prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Lege Artis, Warszawa 1990, s. 90–91.

3.2. Rynek wtórny

Z rynkiem wtórnym mamy do czynienia wówczas, gdy obrót papierami wartościowymi dokonuje się już bez udziału emitenta. Główną funkcją tego rynku, w odróżnieniu od rynku pierwotnego, nie jest zebranie środków finansowych przez kapitałobiorców, lecz umożliwienie dokonywania transakcji kupna-sprzedaży posiadaczom papierów wartościowych. W skład rynku wtórnego wchodzi następujące subryniki:

- nieregulowany,
- regulowany: giełdowy i pozagiełdowy.

Jak już wcześniej wspomniano, rynek nieregulowany (niepubliczny) nie podlega specjalnym regulacjom ustawowym dotyczącym obrotu papierami wartościowymi. Handel walorami na tym rynku odbywa się bez pośrednictwa biur maklerskich, nie podlega także nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych. Transakcje zawierane są na podstawie umowy, natomiast ich przedmiotem mogą być tylko papiery wartościowe znajdujące się w obrocie prywatnym²³. Transakcje zawierane na rynku regulowanym (publicznym) podlegają przepisom zawartym w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi, z kolei walory, które się na nim znajdują, muszą być dopuszczone do publicznego obrotu.

Pierwszym działającym segmentem polskiego rynku papierów wartościowych był rynek nieregulowany. Jednak przełom w rozwoju rynku kapitałowego nastąpił dopiero z chwilą podjęcia działalności przez rynek regulowany. Jako pierwszy rozpoczął działalność rynek giełdowy, znacznie później – regulowany rynek pozagiełdowy. Uwzględniając ten fakt, wydaje się uzasadnione, by właśnie rynek giełdowy został zaprezentowany w pierwszej kolejności.

3.2.1. Rynek giełdowy

Centralnym podmiotem regulowanego rynku giełdowego jest giełda papierów wartościowych. Istnieje wiele definicji precyzujących pojęcie giełdy. Jedna z nich określa giełdę jako „regularne, odbywające się w określonym czasie i miejscu, podporządkowane określonym normom i zasadom spotkania osób pragnących zawrzeć umowę kupna-sprzedaży oraz osób pośredniczących w zawieraniu transakcji, których przedmiot stanowią zamienne papiery wartościowe, przy czym ceny owych transakcji ustalane są na podstawie układu podaży i popytu, a następnie podawane do wiadomości publicznej”²⁴.

²³ Wyjątkiem są świadectwa udziałowe – na podstawie art. 35, ust. 1 ustawy o NFI i ich prywatyzacji.

²⁴ W. Januszkiewicz (red.), *Giełdy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 1991, s. 120.

Inna, znacznie bardziej uproszczona definicja powiada, iż „gielda to miejsce, gdzie dokonuje się zakupu i sprzedaży papierów wartościowych, których ceny ustalane są w wyniku ścierania się podaży i popytu”²⁵.

Każda giełda winna zapewniać²⁶:

- koncentrację podaży i popytu na papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego w celu kształtowania powszechnego kursu,
- bezpieczny i sprawny przebieg transakcji i rozliczeń,
- upowszechnianie jednolitych informacji umożliwiających ocenę aktualnej wartości papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdowego.

Funkcje, jakie pełni giełda w gospodarce kraju, są podobne do funkcji pełnionych przez rynek kapitałowy. Należą do nich:

- alokacja kapitału,
- wycena kapitału,
- pozyskiwanie kapitału.

Podobieństwo realizowanych funkcji jest prawdopodobną przyczyną częstego utożsamiania giełdy z całym rynkiem kapitałowym. Ponadto giełda jest tą częścią rynku kapitałowego, której działalność jest najbardziej zauważalna, w przeciwieństwie do rozproszonych transakcji rynku pozagiełdowego.

W Polsce międzywojennej działało kilka giełd pieniężnych, z których najważniejsza miała siedzibę w Warszawie (rozpoczęła funkcjonowanie 1 stycznia 1921 r.). Wybuch drugiej wojny światowej przerwał działalność polskiej giełdy na ponad pięćdziesiąt lat. Dopiero po roku 1989 zaistniały warunki gospodarczo-polityczne, umożliwiające reaktywowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Po uchwaleniu ustawy o p.o.p.w., 12 kwietnia 1991 r., minister finansów (reprezentujący skarb państwa) i minister przekształceń własnościowych podpisali akt założenia Spółki Akcyjnej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie²⁷.

Tworząc od podstaw giełdę papierów wartościowych, skorzystano z gotowych wzorców i doświadczeń. W opracowywaniu procedur organizacyjnych i obrotu giełdowego otrzymano wsparcie zarówno merytoryczne, jak i finansowe od Spółki Giełd Francuskich (organizacyjnie warszawska giełda wzorowana jest na giełdzie w Lyonie).

Oficjalne otwarcie warszawskiej giełdy nastąpiło 2 lipca 1991 r. (lecz wcześniej 16 kwietnia 1991 r. odbyła się pierwsza sesja giełdowa, na której notowano akcje 5 spółek).

²⁵ *A Dictionary of Finance*, Oxford University Press, 1993, s. 278.

²⁶ Art. 57 ustawy o p.o.p.w.

²⁷ Kapitał akcyjny określony na 60 mld starych złotych, podzielony został na 60 tys. imiennych akcji, które mogą być nabywane wyłącznie przez podmioty prowadzące przedsiębiorstwa maklerskie, banki oraz skarb państwa.

Zgodnie z polskim prawem prowadzenie giełdy wymaga zezwolenia. Jest ono wydawane przez prezesa Rady Ministrów na wniosek Komisji Papierów Wartościowych. Organizację handlu papierami wartościowymi na giełdzie precyzuje jej regulamin. Warunkiem koniecznym, lecz niewystarczającym, aby dane walory znalazły się w obrocie giełdowym, jest dopuszczenie ich przez Komisję Papierów Wartościowych do obrotu publicznego. Następnie emitent lub wprowadzający składa wniosek o dopuszczenie owych papierów wartościowych do obrotu giełdowego, natomiast ostateczną decyzję podejmuje Rada Giełdy na wniosek Zarządu Giełdy. W chwili obecnej w obrębie warszawskiej giełdy funkcjonują trzy rynki: podstawowy, równoległy i wolny. Główne warunki, jakie musiały spełniać w roku 1996 papiery wartościowe notowane na rynku podstawowym, były następujące²⁸:

1) musiały być dopuszczone do publicznego obrotu i mieć nieograniczoną zbywalność;

2) łączna wartość akcji nie mogła być mniejsza niż 24 mln zł, a innych papierów nie mniejsza niż 12 mln zł, według ich ceny emisyjnej;

3) co najmniej 20% papierów wartościowych emitenta musiało być przedmiotem publicznej oferty (jeśli wniosek dotyczył innych papierów wartościowych niż akcje);

4) istniało dostateczne rozproszenie własności danych walorów (kwestia płynności);

5) zostały udostępnione kompleksowe informacje, pozwalające inwestorom ocenić obecną sytuację ekonomiczną i perspektywy rozwoju emitenta;

6) emitent publicznie ogłosił zweryfikowane roczne sprawozdanie finansowe za ostatnie trzy lata;

7) wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych obejmował wszystkie papiery wartościowe tego samego rodzaju.

Warunki wejścia na rynek równoległy były podobne. Znaczące różnice występowały w punktach:

ad 2) wartość akcji nie mniejsza niż 12 mln zł, innych papierów – niż 6 mln zł, według ich ceny emisyjnej;

ad 3) co najmniej 10% papierów wartościowych emitenta było przedmiotem publicznej oferty;

ad 6) emitent publicznie ogłosił zweryfikowane sprawozdanie finansowe za ostatni rok obrotowy.

Na trzecim, wolnym rynku, m.in. wartość akcji nie mogła być mniejsza niż 4 mln zł, natomiast innych papierów wartościowych – niż 2 mln zł, ponadto spółka musiała ogłosić roczne sprawozdanie finansowe za ostatni rok obrotowy.

²⁸ Szersze informacje na ten temat można znaleźć w *Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*.

Na każdej giełdzie obowiązuje określony system zawierania transakcji. Zgodnie ze statutem giełdy warszawskiej, transakcją giełdową jest umowa sprzedaży papierów wartościowych, praw z nich lub innych instrumentów finansowych, których kurs jest ustalany na giełdzie i tamże zawarta transakcja. Stroną transakcji giełdowej może być wyłącznie członek giełdy. Miano członka giełdy może posiadać podmiot prowadzący przedsiębiorstwo maklerskie, który w czasie sesji giełdowych działa poprzez swoich pełnomocników – maklerów giełdowych. Sesje na warszawskiej giełdzie, podczas których dochodzi do zawierania transakcji, odbywają się pięć razy w tygodniu (od poniedziałku do piątku), od godziny 11.00 do 15.00. Każda giełda opracowała również metodę lub metody (w zależności od papieru wartościowego) wyznaczania cen papierów wartościowych znajdujących się w obrocie. Istnieją dwie podstawowe metody, które opierają się na:

- 1) cenach,
- 2) zleceniach.

Wybór metody podyktowany jest przede wszystkim tradycją, wielkością obrotów na giełdzie oraz sposobem zorganizowania rynku kapitałowego w danym kraju²⁹.

W metodzie opartej na cenach przedstawione do realizacji zlecenia dostosowują się do już istniejących na giełdzie kursów papierów wartościowych. System ten niesie ze sobą pewne ryzyko, gdyż maklerzy tworzący rynek nie mogą odmówić realizacji zlecenia, bez względu na zmianę trendu cen papierów wartościowych, i zawsze muszą określić, po jakiej cenie są gotowi kupić i sprzedać dany walor. Jest on stosowany m.in. na giełdzie londyńskiej w systemie elektronicznego handlu papierami wartościowymi SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation Systems) oraz na rynku pozagiełdowym w USA – NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations).

Metoda oparta na zleceniach polega na tym, że cenę kupna i sprzedaży papierów wartościowych na giełdzie wyznaczają kierowane na nią zlecenia. Rynek kierowany zleceniami może być ciągły lub też oparty na określaniu jednej ceny dla każdego waloru w trakcie sesji giełdowej. System kierowanej zleceniami metody notowań ciągłych występuje we Francji. Przyjął on formę zautomatyzowaną – Computer-Assisted Continuous Trading (system CAC).

Na warszawskiej giełdzie przyjęto metodę wyznaczania kursów papierów wartościowych, opierającą się na zleceniach składanych przez klientów.

Do końca 1996 r. na polskim rynku giełdowym znajdowały się trzy rodzaje papierów wartościowych: akcje, świadectwa udziałowe i obligacje.

Jak już wspomniano, rynek akcji rozpoczął swą działalność 16 kwietnia 1991 r. Tego dnia notowane były po raz pierwszy akcje 5 spółek. Pierwotnie

²⁹ J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, s. 128.

TABELA 1.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Rynek akcji w latach 1991–1996 (system jednolitej ceny dnia)

Wyszczególnienie	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Rynek podstawowy						
liczba notowanych spółek na koniec roku	9	16	21	36	53	66
średnia kapitalizacja (mln zł)	79	307	1 962	8 928	9 030	19 351
liczba sesji w roku	36	100	152	188	240	250
WIG na koniec roku	919,10	1 040,70	1 249,00	7 473,10	7 585,90	14 342,80
WIG 20 na koniec roku	–	–	–	732	791,90	1 441,80
stopa dywidendy na koniec roku (%)	0	5,50	0,40	0,40	2,30	1,20
średnia zmiana kursu akcji (%)	7,50	4,20	4,30	5,10	2,50	2,00
liczba zleceń na sesję	1423	3 119	17 323	52 974	26 475	25 704
liczba transakcji na sesję	877	1 233	9 832	24 594	7 164	8 074
średnie obroty na sesji (mln zł)	1	2	51	120,40	49,00	102,40
wartość obrotów w całym roku (mln zł)	30	230	7 750	22 640	12 200	25 610
Rynek równoległy						
liczba notowanych spółek na koniec roku	–	–	1	8	12	17
średnia kapitalizacja (mln zł)	–	–	10	198	346	712
WIRR na koniec roku	–	–	–	1 000	1 007,40	2 661,70
średnie obroty na sesji (mln zł)	–	–	2,15	4,17	4,32	9,80
wartość obrotów w całym roku (mln zł)	–	–	120	780	1 080	2 460
Liczba rachunków inwestycyjnych na koniec roku	53 885*	162 222	281 006	831 366	807 593	894 144

* – Stan na 16 lutego 1992 r.

Źródło: *Rocznik statystyki giełdowej – 1996*, GPW w Warszawie SA, Warszawa 1996, s. 2–3.

ceny na rynku akcji wyznaczane były według jednolitego kursu dnia (zgodnie z francuską metodą *par casier*). Wybór tej metody podyktowany został zarówno wielkością tworzącego się dopiero rynku, jak i stopniem zaawansowania jego rozwoju. 8 lipca 1996 r., obok tradycyjnego systemu wyznaczania cen akcji według jednolitego kursu dnia, pojawił się system notowań ciągłych. Jednostką transakcyjną w notowaniach ciągłych jest blok akcji. Na koniec 1996 r. notowaniami ciągłymi objęte były akcje 21 spółek. Należy dodać, iż powyższe walory, znajdujące się w systemie notowań ciągłych, notowane są równolegle w systemie jednolitego kursu dnia.

Rynek powszechnych świadectw udziałowych rozpoczął działanie 15 lipca 1996 r. Świadectwa udziałowe notowane są zarówno w systemie jednolitego kursu dnia, jak i w systemie notowań ciągłych.

Giełdowy rynek obligacji składa się z dwóch subrynków: powszechnego i blokowego.

Powszechny (detaliczny) rynek obligacji rozpoczął swą działalność 1 września 1992 r. Dokonuje się na nim transakcje różnymi typami obligacji skarbu państwa. Na rynku powszechnym notowania prowadzone były według jednolitego kursu dnia do 27 września 1995 r., kiedy to miało miejsce pierwsze notowanie na tym rynku w systemie ciągłym.

Blokowy rynek obligacji rozpoczął swą działalność 15 czerwca 1992 r. Jego uczestnikami są wielcy inwestorzy, głównie banki. Jednostkę transakcyjną stanowi jeden blok równy 10 lub 100 obligacjom. Notowania na rynku blokowym prowadzone są w systemie ciągłym.

Ogólna charakterystyka giełdowych rynków akcji, świadectw udziałowych i obligacji przedstawiona została w tabelach 1.1, 1.2 i 1.3.

TABELA 1.2. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Rynek powszechnych świadectw udziałowych (PŚU) w roku 1996 (okres lipiec–grudzień; system jednolitej ceny dnia)

Wskaźnik	1996
Kurs średni (zł)	126,20
Średnia zmiana kursu PŚU (%)	2,40
Liczba zleceń na sesję	1 855
Liczba transakcji na sesję	722
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	2 279
Średnie obroty na sesji (mln zł)	18,70

Źródło: *Rocznik statystyki giełdowej* – 1996, s. 34.

TABELA 1.3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Rynek obligacji w latach 1992–1996 (system jednolitej ceny dnia)

Wskaźnik	1992	1993	1994	1995	1996
Liczba notowanych obligacji na koniec roku	3	8	12	13	14
Średnia cena obligacji trzyletnich na koniec roku (%)	99,50	96,90	100,50	101,40	100,40
Średnia cena obligacji jednorocznych na koniec roku (%)	99,60	100,70	100,90	99,00	98,10
Procent płacony na jedną obligację trzyletnią na koniec roku (zł)	–	40,17	34,76	29,67	25,18
Procent płacony na jedną obligację jednoroczną (zł)	–	42,24	39,65	34,61	–
Średnia zmiana cen obligacji na sesję (%)	0,47	0,46	0,31	0,24	0,2
Liczba zleceń na sesję	68	160	80	472	2 135
Liczba transakcji na sesję	48	69	84	136	1 038
Wartość obrotów w całym roku (mln zł)	7,10	115,40	322,60	419,30	1 898,20
Średnie obroty na sesję (mln zł)	0,14	0,45	1,72	1,68	7,60

Źródło: *Rocznik statystyki giełdowej – 1996*, s. 28.

Dużym ułatwieniem w przeprowadzaniu transakcji na warszawskiej giełdzie jest nowoczesny system przeprowadzania rozliczeń i ewidencjonowania transakcji giełdowych. Jak już wcześniej wspomniano, w Polsce występuje też zasada pełnej dematerializacji papierów wartościowych, które deponowane są w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Tym samym między poszczególnymi uczestnikami transakcji dotyczącej danego papieru wartościowego nie zachodzi jego fizyczne przemieszczanie, co znacznie ułatwia i przyspiesza finalizowanie transakcji.

W roku 1996 uruchomiony został komercyjny system dystrybucji danych giełdowych w czasie rzeczywistym, przeznaczony dla instytucji zajmujących się dystrybucją informacji (w 1996 r. korzystali z niego: Agencja Telegazeta, Dow Jones Telerate i Reuters)³⁰.

3.2.2. Regulowany rynek pozagiełdowy

Obok giełdy papierów wartościowych w większości krajów wysoko rozwiniętych działa regulowany rynek pozagiełdowy. Rynek ten przeznaczony jest dla firm, które z różnych względów nie są w stanie lub nie chcą spełnić wymogów nakładanych przez giełdę. Dla części firm obecność na rynku pozagiełdowym jest jedynie etapem pośrednim w drodze na rynek giełdowy, inne z założenia plasują na nim emitowane przez siebie papiery. Rynek pozagiełdowy, w przeciwieństwie do giełdy, jest z reguły rynkiem zdecentralizowanym. Transakcje są na nim zawierane bezpośrednio między uczestnikami obrotu, czyli biurami maklerskimi reprezentującymi klientów. Ponadto zwykle reguły wejścia spółek na rynek pozagiełdowy są znacznie łagodniejsze niż w przypadku rynku giełdowego.

Z punktu widzenia spółki ulokowanie emisji na rynku pozagiełdowym ma wiele zalet³¹:

- rynek pozagiełdowy dostarcza kapitału spółce na dużo wcześniejszym etapie jej rozwoju niż przy tradycyjnej ścieżce finansowania;
- w odróżnieniu od giełdy umożliwia on dostęp do kapitału małym spółkom innowacyjnym;
- jest swoistą „szkółką” dla małych i młodych spółek, które w przyszłości chcą stać się spółkami giełdowymi;
- rozwinięty rynek pozagiełdowy zapewnia znacznie bardziej rzetelną wycenę spółek niż rynek prywatny;
- istnieje na nim mniejsze ryzyko przejęcia kontrolnego pakietu akcji przez jednego lub grupę inwestorów;

³⁰ *Rocznik Giełdowy 1997*, GPW w Warszawie SA, Warszawa 1997, s. 56.

³¹ S. Wilczyński, *Początki obrotu pozagiełdowego*, „Rzeczpospolita” 1995, nr 41, s. 23.

- pośrednictwo podmiotów organizujących rynek (market makerów³²) przyczynia się do większej stabilności kursów akcji;
- spółka unika drobiazgowego badania jej standingu finansowego;
- w związku z mniejszymi wymogami wobec spółki notowanej na rynku pozagiełdowym (w porównaniu z giełdą), spółka może uniknąć ponoszenia wielu kosztów.

Oprócz pozytywów istnieją także negatywy umieszczania emisji na rynku pozagiełdowym, które każda spółka musi rozważyć zanim dokona ostatecznego wyboru. Należą do nich³³:

- niższy status rynku pozagiełdowego niż giełdowego w powszechnie panującej opinii;
- niższe (niż na giełdzie) wymogi jawności, które jednak dla spółki wprowadzającej na rynek nowy produkt mogą być i tak za wysokie;
- koszt pozyskania środków finansowych na tym rynku może być w ostatecznym rozrachunku wyższy (koszty przygotowania emisji), niż z innych źródeł finansowania;
- inwestorzy mogą zniechęcić się do „wchodzenia” na rynek pozagiełdowy z powodu technicznych trudności w zawieraniu na nim transakcji (np. za mało pośredników);
- wprowadzanie nowych produktów finansowych (np. derywatów) może zmniejszyć zainteresowanie inwestorów tym rynkiem.

W Polsce od dłuższego czasu wskazywano na konieczność utworzenia regulowanego rynku pozagiełdowego (OTC *over-the-counter market*) i dyskutowano nad problemami, które w związku z jego powstaniem mogły (niektóre nadal mogą) się pojawić. Prawdopodobnie koncepcja utworzenia OTC długo pozostawałaby jeszcze w fazach dyskusji, gdyby nie Program Powszechnej Prywatyzacji. Rozpoczęcie realizacji PPP w 1995 r. wymusiło przyspieszenie prac zmierzających do ustanowienia rynku pozagiełdowego, skutkiem czego, zgodnie z ustawą o p.o.p.w. (art. 54, par. 2), Rada Ministrów wydała rozporządzenie³⁴, stwarzające podstawy prawne funkcjonowania regulowanego rynku pozagiełdowego. Przez większą część 1995 r. toczyły się debaty nad docelowym modelem polskiego OTC. Rozważane były dwie możliwości: przyjęcia modelu zdecentralizowanego, kierowanego cenami lub organizacji obrotu scentralizowanego, kierowanego zleceniami. Pierwsza forma obrotu nie była jeszcze znana na naszym rynku kapitałowym. Polega ona na tym, że market-makerzy ogłaszają ceny kupna i sprzedaży

³² Podmioty dokonujące transakcji nie tylko na zlecenie i rachunek klienta, ale także we własnym imieniu i na własny rachunek (zwykle w stosunku do kilku wybranych papierów wartościowych).

³³ S. Wilczyński, *Początki obrotu...*, s. 23.

³⁴ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 czerwca 1995 r. w sprawie form regulowanego pozagiełdowego wtórnego publicznego obrotu papierami wartościowymi, Dz.U. 1995, nr 81, poz. 407.

papierów wartościowych, a inwestorzy w odpowiedzi na ich ofertę składają swoje zlecenia (które w kolejnym etapie mają wpływ na cenę). Inaczej niż w przypadku obrotu kierowanego zleceniami, gdzie złożenie zleceń odbywa się tu przed ustaleniem kursu, określanego właśnie na podstawie tychże zleceń (następnie można mówić o modelu kierowanym zleceniami w systemie notowań ciągłych lub jednolitej ceny dnia).

Ostatecznie przyjęte zostały następujące rozwiązania. Polski regulowany rynek pozagiełdowy jest rynkiem zdecentralizowanym, kierowanym cenami, uznawanymi za podstawowe kryterium realizacji zleceń. Zatem aby spółka mogła być notowana na rynku pozagiełdowym, wystarczy, by uzyskała zezwolenie KPW, wydane na podstawie memorandum informacyjnego. Należy jednak zaznaczyć, iż w przypadku podwyższenia kapitału akcyjnego w drodze nowej publicznej emisji akcji, niezbędne staje się sporządzenie przez spółkę prospektu emisyjnego. Na regulowanym rynku pozagiełdowym handlowane są papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, o nieograniczonej zbywalności, złożone do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (który prowadzi również rozliczenie transakcji w obrocie pozagiełdowym). Stronami transakcji na rynku OTC są wyłącznie podmioty prowadzące domy maklerskie. Wyjątkiem jest sytuacja, gdy domy maklerskie dokonują zakupu walorów na własny rachunek i we własnym imieniu celem ich dalszej odsprzedaży. Wówczas mogą one dokonywać transakcji bezpośrednio z klientem. Domy maklerskie są zobowiązane do prowadzenia Centralnej Tabeli Ofert – głównej instytucji regulowanego rynku pozagiełdowego. Centralna Tabela Ofert jest to zespół osób, urządzeń i środków technicznych, zorganizowany w celu gromadzenia, przedstawiania i udostępniania informacji o ofertach kupna i sprzedaży papierów wartościowych, i o zawartych transakcjach. Ma ona za zadanie służyć rzetelną informacją wszystkim biurom maklerskim działającym na rynku pozagiełdowym. Obok biur maklerskich realizujących swe zwykłe cele wynikające z przynależnych im obowiązków, działają również przedsiębiorstwa maklerskie pełniące rolę wyspecjalizowanych podmiotów organizujących rynek – market-makerzy. Zadaniem tych podmiotów jest:

- stałe podawanie jednocześnie cen kupna i sprzedaży określonych papierów wartościowych danego emitenta, dla których organizują rynek;
- zawieranie we własnym imieniu i na własny rachunek transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych (dla których podmiot organizuje rynek), zgodnie z oferowanymi przez siebie cenami do wysokości obligatoryjnej jednostki obrotu³⁵ lub do wysokości przez siebie określonej, nie niższej jednak niż obligatoryjna jednostka obrotu.

³⁵ Obligatoryjna jednostka obrotu to ustalona dla każdego papieru wartościowego liczba papierów wartościowych, którą podmiot organizujący rynek zobowiązany jest kupić lub sprzedać po podanej przez siebie cenie.

29 stycznia 1996 r. powstała, założona przez 43 biura maklerskie, CeTO SA. Domy maklerskie, które nie zdecydowały się przystąpić do spółki zrezygnowały tym samym z działalności na regulowanym rynku pozagiełdowym. Regulowany rynek pozagiełdowy rozpoczął swą działalność 6 grudnia 1996 r. Wówczas zadebiutowały na nim akcje pierwszej spółki – Rafametu, producenta obrabiarek z Kuźnicy Raciborskiej. Kolejnymi papierami wartościowymi handlowanymi na OTC były akcje Polisy SA, które jednak zostały z rynku wycofane, w momencie podjęcia przez Polisę decyzji o umieszczeniu swych walorów na rynku giełdowym. W marcu 1997 r. na CTO pojawiły się obligacje komunalne Ostrowa Wielkopolskiego. Fakt to godny podkreślenia, gdyż były to pierwsze obligacje komunalne notowane na całym regulowanym rynku kapitałowym.

Wraz z utworzeniem regulowanego rynku pozagiełdowego polski rynek kapitałowy zyskał nareszcie szansę stania się rynkiem kompletnym, tworzo-
nym przez rynki: giełdowy i pozagiełdowy. Teoretycznie, oba te segmenty winny tworzyć strukturę komplementarną, nie zaś konkurencyjną. Tymczasem już na początku działalności rynku pozagiełdowego pojawił się problem. Wspomniana Polisa SA próbowała wprowadzić swoje akcje równoległe na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Zamiar ten spotkał się ze sprzecznymi reakcjami: sprzeciwem prezesa Giełdy Papierów Wartościowych (argumentującego, iż może ograniczyć to płynność akcji na każdym z rynków) oraz poparciem przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych (powołującego się na zachodnie wzory dopuszczające możliwość równoległych notowań). Wydaje się, że tak ważną kwestię, jaką są wzajemne relacje obu rynków, należało przedyskutować wśród zainteresowanych stron. Upublicznianie takich sporów nie wygląda dobrze ani w oczach potencjalnych uczestników rynków, a tym bardziej inwestorów. Rynek kapitałowy nie zyskuje przez to na wiarygodności.

3.3. Rynek niepubliczny

Chcąc całościowo przeanalizować kwestię obrotu papierami wartościowymi, należy poświęcić nieco uwagi rynkowi niepublicznemu. Subrynek ten został ponownie „zauważony” przy okazji wdrażania Programu Powszechnej Prywatyzacji. Otóż za sprawą PPP na rynek trafiły akcje tzw. spółek parterowych, z których większość, przynajmniej w początkowej fazie realizacji programu, nie ma szans wejścia do obrotu publicznego. Powstała zatem kwestia zorganizowania uporządkowanego handlu akcjami tych spółek, które w pierwszej fazie realizacji programu przyjęły postać akcji imiennych. Ustalono, iż obrót akcjami na rynku niepublicznym będzie prowadzony za

pośrednictwem biur maklerskich (spółki korzystają z tego pośrednictwa dobrowolnie, gdyż w tym wypadku nie jest ono wymagane ustawowo), według standardów wypracowanych przez Zespół Domów Maklerskich. W tym celu biuro maklerskie musi, po przedstawieniu Komisji Papierów Wartościowych odpowiednich regulaminów i procedur, uzyskać licencję na prowadzenie działalności na rynku niepublicznym. Sam sposób obsługi transakcji akcjami spółek parterowych jest określany w indywidualnych umowach zawieranych między biurami maklerskimi i spółkami.

Ze względu na brak danych bardzo trudno oszacować wartość transakcji prowadzonych za pośrednictwem rynku niepublicznego (z wyjątkiem rejestrowanych przez biura maklerskie transakcji akcjami spółek parterowych). Można jednak przyjąć z dużym prawdopodobieństwem, iż wartość ta jest marginalna w stosunku do transakcji zawieranych za pośrednictwem pozostałych segmentów rynku kapitałowego.

4. Instrumenty polskiego rynku kapitałowego

Instrumentami rynku kapitałowego są papiery wartościowe. Na potrzeby ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1991 r. wprowadzono określenie stwierdzające, iż „papier wartościowy to dokument mający stwierdzać³⁶ lub stwierdzający istnienie określonego prawa majątkowego, utrwalony w takim brzmieniu i w taki sposób, że może stanowić samodzielny przedmiot obrotu publicznego”³⁷. Nowa ustawa z roku 1997 (rozdz. 1, art. 3) po prostu stwierdza, jakie dokumenty można uważać za papiery wartościowe.

Papierami wartościowymi będącymi przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są papiery długoterminowe, co oznacza, iż termin ich zapadalności nie może być krótszy niż jeden rok. Papiery te można sklasyfikować według różnych kryteriów. Najczęściej spotykanymi kryteriami są³⁸:

1. Rodzaj prawa majątkowego płynącego z tytułu posiadania papieru wartościowego:

- papiery wierzytelnościowe (dłużne), m.in. obligacje, listy zastawne;
- papiery współwłasności (udziałowe), np. akcje, certyfikaty inwestycyjne.

³⁶ Określenie „mający stwierdzać” brzmi co najmniej nieprecyzyjnie. Dokument może jedynie stwierdzać istnienie pewnego prawa, które może być zrealizowane natychmiast lub w przyszłości. Zastosowanie formuły czasu przyszłego dla określenia możliwości stwierdzania przez dokument istnienia jakiegoś prawa powoduje, iż dokument ten traci rację bytu.

³⁷ Ustawa o p.o.p.w., art. 2, ust. 1.

³⁸ W. Grzegorzczak, *Rynek papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1993, s. 6–7.

2. Sposób przenoszenia tytułu własności:

- papiery wartościowe na okaziciela, przenoszone na inne osoby przez wręczenie;
- papiery wartościowe na zlecenie określonej osoby, przenoszone przez indos;
- papiery wartościowe imienne, przenoszone przez cesję wierzytelności.

3. Charakter dochodu uzyskiwanego z tytułu posiadania papieru wartościowego:

- papiery wartościowe przynoszące stały dochód, np. listy zastawne, obligacje;
- papiery wartościowe przynoszące zmienny dochód, np. akcje, certyfikaty inwestycyjne.

W literaturze przedmiotu najczęściej wykorzystuje się kryterium pierwsze, zgodnie z którym papiery wartościowe występujące na rynku kapitałowym można podzielić na dłużne i udziałowe.

4.1. Papiery udziałowe

Na polskim rynku kapitałowym występowały w roku 1996 dwa rodzaje udziałowych papierów wartościowych. Były to akcje i świadectwa udziałowe.

4.1.1. Akcje

Akcje są najpowszechniej występującymi udziałowymi papierami wartościowymi (czyli dokumentami inkorporującymi prawo współwłasności majątkowej w spółce prawa handlowego – spółce akcyjnej). Zasadnicze regulacje prawne dotyczące akcji zawarte są w kodeksie handlowym³⁹. Zgodnie z tezą przyjętą w doktrynie prawa handlowego, pojęcie akcji używane jest w potrojmym znaczeniu⁴⁰:

- akcja to ułamek kapitału zakładowego spółki akcyjnej;
- akcja oznacza ogół praw i obowiązków przysługujących akcjonariuszowi względem spółki akcyjnej, przenoszonych w drodze zbycia, wydawanych przez spółkę papierów wartościowych;

³⁹ Kodeks handlowy ogłoszony w Dz.U. 1934, nr 57, poz. 502.

⁴⁰ M. Michalski, *Instrumenty rynku kapitałowego – stan obecny, perspektywy rozwoju (część II)*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1995, nr 4, s. 33.

– akcja to dokument, wystawiony przez spółkę akcyjną, ucieleśniający ogół praw akcyjnych.

Posiadaczowi akcji przysługują dwa rodzaje uprawnień: majątkowe i korporacyjne⁴¹.

Prawa majątkowe stanowią:

- prawo do dywidendy,
- prawo do uczestniczenia w podziale majątku spółki w razie jej likwidacji,
- prawo do poboru akcji nowej emisji.

Do uprawnień korporacyjnych (organizacyjnych) należą natomiast:

- prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- prawo głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- bierne prawo wyborcze do organów spółki,
- prawa mniejszości⁴².

Statut spółki określa bardzo ważne z punktu widzenia akcjonariuszy cechy akcji⁴³, a mianowicie, czy są one:

- 1) imienne czy na okaziciela oraz
- 2) zwykłe czy uprzywilejowane (może być również struktura mieszana).

Akcje imienne podlegają wpisowi do księgi akcjonariuszy, natomiast ich zbycie następuje poprzez cesję praw. W przypadku tego typu akcji istnieje również możliwość ograniczenia prawa swobodnego wyboru nabywcy. Czyni się to, dokonując odpowiedniego zapisu w statucie spółki, który zobowiązuje posiadacza akcji imiennej do wypełnienia zaleceń sprzedaży akcji (np. zaoferowania swych akcji dotychczasowym akcjonariuszom). Akcje na okaziciela są natomiast przedmiotem swobodnego obrotu.

Akcje zwykłe to papiery wartościowe ucieleśniające klasyczne prawa akcjonariuszy, wyszczególnione powyżej. Akcje uprzywilejowane, jak sama nazwa wskazuje, mają wbudowane pewne przywileje dotyczące np.:

- prawa głosu,
- dywidendy,
- podziału majątku w razie likwidacji spółki.

Obecnie coraz więcej krajów dąży do wprowadzenia w jak najszerszym stopniu zasady dematerializacji obrotu papierami wartościowymi, czyli zastępowaniu materialnej postaci papieru wartościowego elektronicznym

⁴¹ Tamże.

⁴² Prawa mniejszości to zespół praw, których wykonanie zależy od posiadania przez akcjonariusza lub akcjonariuszy określonej części majątku akcyjnego. Prawa te pozwalają zabezpieczyć interesy akcjonariuszy nie dysponujących większością akcji, lecz pewną ich częścią. Np. zgodnie z art. 394, par. 1 kodeksu handlowego akcjonariusz(e) dysponujący co najmniej 1/10 kapitału akcyjnego może domagać się zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia.

⁴³ Istnieją jeszcze inne „odmiany” akcji: milczące, złote, użytkowe, groszowe itp. Zagadnienie to nie będzie rozwijane ze względu na jego mały związek z tematem pracy.

zapisem w bazie danych. W tym przypadku akcjonariusz nie otrzymuje do ręki dokumentu – akcji, lecz świadectwo depozytowe⁴⁴ potwierdzające fakt posiadania akcji zdeponowanych w wyznaczonej instytucji. W Polsce instytucją tą jest, wcześniej omawiany, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Podaż akcji na polskim rynku kapitałowym zależy od bardzo wielu czynników. Jednym z najważniejszych jest realizacja szeroko rozumianego procesu przemian własnościowych, obejmującego nie tylko prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, ale również powstawanie nowych, prywatnych firm. Początkowo wielkość podaży akcji na rynku kapitałowym była silnie skorelowana z efektami prywatyzacji kapitałowej, prowadzonej w drodze publicznej sprzedaży akcji. Jednak z roku na rok rezultaty tej prywatyzacji w coraz mniejszym stopniu przyczyniają się do wzrostu potencjału rynku akcji. Coraz częściej na rynku kapitałowym pojawiają się spółki powstałe na skutek prywatyzacji realizowanej innymi metodami lub wspomniane przedsiębiorstwa prywatne. Kolejnym zagadnieniem jest kwestia popytu zgłaszanego na akcje ze strony inwestorów. Na rynku kapitałowym funkcjonują zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni. Bez względu na to, jaką drogą kapitał trafia na rynek, powód, dla którego tam się znajduje, jest jeden – ma on generować dochód. Inwestorzy lokujący swe środki na rynku akcji liczą na dwa rodzaje zysków: kapitałowe, powstałe z różnicy cen zakupu i sprzedaży akcji oraz dywidendę, przychód powstały z podzielenia zysków wypracowanych przez firmę. Charakter tych dochodów nie pozostawia wątpliwości, iż są one obarczone dużym stopniem ryzyka. W dużej mierze zależą one od wyników finansowych spółki. Sytuacja finansowa przedsiębiorstwa w określonym momencie w przyszłości jest jednak zmienną trudną do oszacowania, stąd powstało wiele różnych metod próbujących znaleźć uzasadnienie dokonywania inwestycji w akcje tej czy innej firmy. Dwie podstawowe z nich to⁴⁵:

- analiza techniczna,
- analiza fundamentalna.

Metoda zwana „analizą techniczną” służy do określania prawdopodobnej zmiany kursów akcji na podstawie ich oceny w przeszłości z uwzględnieniem wszystkich czynników, które miały lub mogą mieć wpływ na kształtowanie się ich podaży oraz popytu. Rozwój kursów prognozowany jest jedynie na podstawie informacji giełdowych, nie wnika się w analizę sytuacji ekonomicznej spółek. Głównym celem analizy technicznej jest określenie najkorzystniejszego momentu kupna lub sprzedaży akcji, przy czym wykorzystuje się teorię zakładającą istnienie tzw. trendów:

⁴⁴ Świadectwo depozytowe nie jest papierem wartościowym, a jedynie dokumentem stwierdzającym, iż wymieniona na nim osoba posiada określone papiery wartościowe.

⁴⁵ J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, s. 90–118; T. Waśniewski, Z. Miklewicz, *Analiza papierów wartościowych – akcje*, „Przegląd Organizacji” 1992, nr 8, s. 22–24.

- 1) długookresowego – trwającego minimum jeden rok,
- 2) średniookresowego – trwającego od kilku tygodni do kilku miesięcy,
- 3) krótkookresowego – będącego najczęściej początkiem nowego cyklu długookresowego.

Na podstawie ich przebiegu dokonuje się prognoz kształtowania się kursów w przyszłości. W analizie technicznej wykorzystuje się również diagramy, które ilustrują poziom kursów oraz pokazują ich zmienność w czasie na tle ogólnych obrotów giełdy.

Analiza fundamentalna opiera się na odmiennych założeniach. Przyjmuje się w niej, iż najistotniejszym czynnikiem wpływającym na poziom kursów rynkowych jest sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstwa, natomiast głównym motywem postępowania inwestorów jest maksymalizacja dochodów oraz fakt istnienia różnic między tzw. wewnętrzną wartością akcji a jej kursem giełdowym⁴⁶. Analiza fundamentalna korzysta z wielu źródeł pozyskiwania danych, tj. prospekty emisyjne, raporty finansowe, analizy rynkowe, wskaźniki itp. Wśród wielu wykorzystywanych wskaźników znajdują się zarówno te, które opisują wewnętrzną sytuację finansową przedsiębiorstwa (tzn. jego rentowność, płynność, aktywność⁴⁷), jak i jego sytuację na rynku (np. cena do zysku na akcję, cena do wartości księgowej, dywidendowa stopa zwrotu).

Spśród dwóch zaprezentowanych metod bardziej racjonalną, zaprojektowaną na użytek inwestorów dokonujących inwestycji długoterminowych, wydaje się być analiza fundamentalna. Analiza techniczna jest w większym stopniu metodą spekulacyjną, obciążoną wpływem czynników pozaekonomicznych (społecznych czy politycznych), odzwierciedlającą krótkookresowe trendy giełdowe. Wybór metody zależy jednak w ostatecznym rozrachunku od inwestora i jego preferencji inwestycyjnych.

Efektywność inwestowania na rynku kapitałowym odzwierciedlona jest w sposób syntetyczny przez tzw. indeksy giełdowe. Wartość indeksów uzależniona jest od kursów akcji wchodzących w ich skład oraz od metody przyjętej do ich obliczania⁴⁸. Na giełdzie warszawskiej funkcjonowały w roku 1996 dwa indeksy rynku podstawowego: WIG (dla którego datą bazową jest 16 kwietnia 1991 r. – data pierwszej sesji giełdowej; jego wartość wynosiła w tym dniu 1000 pkt) oraz WIG 20 (o dacie bazowej 16 kwietnia 1994 r., liczony na podstawie portfela 20 spółek), indeks rynku równoległego – WIRR (data bazowa – 31 grudnia 1994 r.; wartość bazowa – 1000 pkt),

⁴⁶ Wartość wewnętrzna wyliczana jest przy użyciu różnych metod szacowania majątku firmy oraz jej dochodowości. Wyznaczoną wartość porównuje się następnie z ceną rynkową akcji – jeśli jest wyższa, jest to sygnał do zakupu akcji, jeśli zaś niższa – to sygnał do sprzedaży.

⁴⁷ Szerzej patrz J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, s. 100–111.

⁴⁸ Do najpopularniejszych indeksów giełdowych na świecie można zaliczyć: DJIA (USA), NIKKEI (Japonia), DAX (Niemcy), FTSE (Wlk. Brytania), CAC 40 (Francja).

a także indeks rynku walorów Narodowych Funduszy Inwestycyjnych – NIF (data bazowa – 12 czerwca 1997 r., wartość bazowa – 160 pkt).

Oprócz akcji, na giełdzie papierów wartościowych notowane są również tzw. prawa poboru. Prawo poboru powstaje w momencie podwyższenia kapitału akcyjnego spółki w drodze emisji nowych akcji i jest zagwarantowane (art. 435, par. 1 kodeksu handlowego) prawem pierwszeństwa dotychczasowych akcjonariuszy spółki do objęcia nowych akcji. Celem istnienia tego rodzaju uprzywilejowania dotychczasowych akcjonariuszy jest niedopuszczenie do tego, by bez ich aprobaty nastąpiły zmiany w strukturze własności akcji spółki. Wraz z upływem dnia ustalenia prawa poboru zostaje ono niejako „odłączone” od akcji i podlega swobodnej dyspozycji jego posiadacza.

Do końca 1996 r. na polskim rynku giełdowym dokonywano obrotów akcjami 83 spółek – w tym 66 na rynku podstawowym, natomiast 17 na rynku równoległym.

4.1.2. Powszechne świadectwa udziałowe

Kolejnym własnościowym papierem wartościowym są powszechne świadectwa udziałowe. Świadectwa udziałowe powstały z mocy ustawy o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji. „Świadectwo udziałowe jest papierem wartościowym na okaziciela w rozumieniu art. 2, pkt. 1 ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Świadectwo udziałowe reprezentuje prawa udziałowe [...]” (art. 29, ust. 1 tejże ustawy). Świadectwo nie ma wartości nominalnej. Reprezentuje ono pewną jednakową liczbę akcji każdego z Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (po jednej akcji każdego NFI) oraz prawo posiadacza świadectwa do kwot pieniężnych, otrzymanych przez skarb państwa w związku z wykonywaniem praw z akcji funduszy, przychodami ze sprzedaży akcji, wpływami z likwidacji oraz odsetkami od tych kwot⁴⁹. Świadectwo udziałowe jest instrumentem rynku kapitałowego, który występuje w postaci materialnej. Ponadto obrót tymi świadectwami nie podlega obligatoryjnemu pośrednictwu biur maklerskich i może być prowadzony bez ograniczeń na wszystkich segmentach rynku kapitałowego. Świadectwo udziałowe jest specyficznym papierem wartościowym, skonstruowanym wyłącznie na potrzeby Programu Powszechnej Prywatyzacji. Po zakończeniu procesu wymiany świadectw udziałowych na akcje funduszy, który trwał do 31 grudnia 1998 r., utraciły one swą ważność.

⁴⁹ G. Domański, J. Fiszer, *Komentarz do ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji*, Twigger SA, Warszawa 1993, s. 71.

4.2. Papiery dłużne

Instrumentami rynku kapitałowego mającymi charakter dłużnych papierów wartościowych są obligacje. Zgodnie z literą prawa (ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r.), obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (wykupu obligacji). Oznacza to, że środki pozyskane poprzez emisję obligacji nie stają się własnością emitenta, a jedynie zostają „użyczone” na pewien określony okres w celu ich produktywnego wykorzystania. Kapitałobiorca zobowiązuje się do terminowego oddania należności (poprzez wykup obligacji) wraz z przysługującymi odsetkami (zwykle są one płatne przez cały czas ważności obligacji w ustalonych odstępach czasu). Obligacje są nabywane przez inwestorów preferujących stały, określony dochód oraz bezpieczeństwo lokat.

W Polsce warunki emisji obligacji określone są przez trzy różne akty prawne: ustawę o obligacjach z 29 czerwca 1995 r., prawo bankowe z 31 stycznia 1989 r. oraz ustawy budżetowe obowiązujące w kolejnych latach.

Pierwsze polskie obligacje pojawiły się już pod koniec XVIII w. Rozwój rynku obligacji został przerwany przez drugą wojnę światową. Po wojnie przez długi czas nie były one emitowane (z wyjątkiem dwóch serii obligacji państwowych). W roku 1987 na rynku pojawiły się pierwsze obligacje przedsiębiorstw (emitowane przez m.in. Fabrykę Samochodów Ciężarowych Star, bielskie FSM)⁵⁰, którymi handlowano na lokalnych quasi-giældach. Obligacje te spełniały funkcję swoistych „talonów” na poszukiwane dobra produkowane przez emitujące je zakłady. Ich oprocentowanie było bowiem symboliczne, lecz fakt nabycia dawał pierwszeństwo przy zakupie deficytowych towarów.

27 września 1988 r. została uchwalona ustawa o obligacjach⁵¹, która określała warunki emisji i wykupu obligacji (nie podlegały jej obligacje skarbu państwa, NBP i innych banków). Ustawa, zaprojektowana jeszcze w okresie gospodarki centralnie sterowanej, nie spełniała jednak wymogów narzucanych przez rozwijający się rynek kapitałowy. Efektem prac zmierzających do przystosowania prawa do potrzeb zmieniającej się rzeczywistości stało się uchwalenie nowej ustawy o obligacjach w roku 1995⁵². Ustawa ta określa zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji. Jej przepisy nie mają zastosowania do obligacji emitowanych przez skarb państwa,

⁵⁰ T. Maciejowski, *Polski rynek obligacji*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1995, nr 7, s. 21.

⁵¹ Dz.U. 1988, nr 34, poz. 254.

⁵² Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r., Dz.U. 1995, nr 88, poz. 420.

Narodowy Bank Polski oraz inne banki. Dają natomiast prawo emitowania obligacji podmiotom prowadzącym działalność gospodarczą, które posiadają osobowość prawną oraz gminom.

Emisja obligacji może nastąpić zarówno w trybie publicznym (publiczna subskrypcja), jak i prywatnym (*private placement* – propozycja nabycia skierowana do grupy nie większej niż 300 osób). Ustawa przewiduje również konieczność (z określonymi wyjątkami) zawarcia przez emitenta, przed rozpoczęciem emisji obligacji, umowy z bankiem o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta. Ten punkt wywołuje pewne kontrowersje – wskazuje się bowiem na możliwość wystąpienia konfliktu interesów. Bank z jednej strony ma reprezentować dłużnika, a z drugiej wierzycieli⁵³.

Jak wspomniano, nowe regulacje prawne stwarzają możliwość pozyskania kapitału za pośrednictwem rynku kapitałowego nie tylko przedsiębiorstwom, ale także gminom. W krajach zachodnich obligacje municypalne (lokalne) są bardzo ważnym (wraz z podatkami) źródłem pozyskiwania środków finansowych do miejskich budżetów.

Jednak w Polsce znacznie dynamiczniej rozwijał się (i nadal rozwija) subrynek obligacji skarbowych (duże znaczenie miał w tym wypadku obowiązujący do 1996 r. system ulg podatkowych przysługujących osobom nabywającym obligacje skarbowe). Obligacje te emitowane są na podstawie ustawy budżetowej na kolejne lata oraz szczegółowych rozporządzeń ministra finansów w sprawie emisji obligacji państwowych. Do specyfiki wewnętrznego długu publicznego, zawartego w wyemitowanych w Polsce od roku 1989 skarbowych papierach wartościowych, należy to, że można wyróżnić dwa rodzaje emisji⁵⁴:

- emisje „klasyczne”, polegające na pozyskiwaniu środków na finansowanie rocznego niedoboru budżetu państwa, spłaty zobowiązań długoterminowych i pokrycie ujemnego salda finansowania zagranicznego;

- emisje będące formą regulacji istniejących zobowiązań budżetu państwa lub zaciągania nowych zobowiązań; nie przynoszą one środków do budżetu państwa, kreują tzw. instrumenty bierne.

Obligacje skarbowe oferowane są do sprzedaży na rynku pierwotnym w dwojaki sposób⁵⁵:

⁵³ „Raimondo Eggink z ING Bank Warsaw twierdzi, że zapis ten [o roli banku-reprezentanta – dop. M.J.] „jest bardzo krępujący i może znacząco podnieść koszty emisji. Poza tym banki będą niechętnie podejmowały tę rolę – interesy emitenta i obligatariuszy mogą być sprzeczne, a bank będzie stał pomiędzy nimi”. M. Lubieniecki, *Skok jakościowy*, „Życie Gospodarcze” 1995, nr 23.

⁵⁴ P. Dziewulski, A. Suszyńska, *Skarbowe papiery wartościowe jako instrument polityki długu publicznego – stan obecny oraz kierunki rozwoju*, „Bank i Kredyt” 1995, nr 5, s. 5.

⁵⁵ M. Wiśnicka-Hińcza, *Instrumenty rynku kapitałowego – obligacje*, „Prawo Przedsiębiorcy” 1995, nr 16, s. 25.

– w ramach przetargów, przeznaczonych wyłącznie dla inwestorów instytucjonalnych (banków i innych instytucji finansowych), które organizowane są w ciągu 14 dni poprzedzających tygodni, w którym rozpoczyna się sprzedaż przez agenta emisji obligacji serii o danym terminie wykupu;

– przez agenta emisji; agent emisji (w przypadku obligacji skarbowych jest to Bank Polska Kasa Opieki SA) zobowiązuje się w umowie zawartej z ministrem finansów do sprzedaży, obsługi oraz wykupu obligacji za środki przekazane z budżetu państwa.

Obligacje obecnie funkcjonujące w obrocie publicznym przyjmują postać zdematerializowaną, jednak obligacje pochodzące z pierwszych emisji obligatariusze otrzymywali jeszcze w postaci materialnego dokumentu.

W tym podrozdziale zostały zaprezentowane papiery wartościowe, które w roku 1996 występowały na polskim rynku kapitałowym. Na zmianę ilościową i jakościową podaży tych papierów wpływało wiele czynników, jednak jednym z najważniejszych była bez wątpienia prywatyzacja gospodarki. Większość akcji znajdujących się na rynku giełdowym została wyemitowana przez spółki sprywatyzowane drogą kapitałową; uruchomienie Programu Powszechnej Prywatyzacji przyczyniło się do powstania regulowanego rynku pozagiełdowego (choć spółki uczestniczące w PPP wykazują znacznie mniejsze zainteresowanie umieszczaniem swoich akcji na tym rynku niż oczekiwano).

5. Podmioty działające na polskim rynku papierów wartościowych

Podmioty rynku kapitałowego to ogólna nazwa zbioru uczestników rynku kapitałowego. Nie jest to jednak zbiorowość jednorodna. Dzieli się na dwie główne podgrupy⁵⁶:

- uczestników reprezentujących stronę popytową,
- uczestników reprezentujących stronę podażową.

Podmioty należące do strony popytowej zgłaszają zapotrzebowanie na kapitał, natomiast podmioty należące do strony podażowej dostarczają tegoż kapitału. W literaturze przedmiotu spotykana jest niekiedy również inna klasyfikacja. Zgodnie z nią, strona popytowa tworzona jest przez podmioty zgłaszające popyt na papiery wartościowe, strona podażowa zaś reprezentowana jest przez tych, którzy papiery te dostarczają na rynek. Logiczne wydaje się jednak przyjęcie pierwszej klasyfikacji, wszak mowa o rynku kapitałowym, pośredniczącym właśnie w przepływie kapitału.

⁵⁶ Podział ten nie uwzględnia opisanych wcześniej instytucji obsługujących rynek kapitałowy od strony organizacyjnej, a jedynie podmioty będące stronami transakcji.

5.1. Uczestnicy reprezentujący stronę popytową

Niniejszy podrozdział traktuje o podmiotach znajdujących się po stronie popytowej rynku kapitałowego, zgłaszających popyt na kapitał. Członkowie tej grupy spodziewają się pozyskać fundusze na rynku pierwotnym, dokonując emisji papierów wartościowych, lub odsprzedają posiadane walory na rynku wtórnym, uzyskując w zamian gotówkę. Należy jednak zauważyć, iż między tymi dwoma podgrupami jest pewna różnica: emitenci pragną pozyskać środki finansowe w celu ich produktywnego wykorzystania, natomiast uczestnicy rynku wtórnego oczekują po prostu zysków ze sprzedaży posiadanych walorów.

Podmiotami zgłaszającymi popyt na wolne kapitały za pośrednictwem rynku kapitałowego są:

- państwo,
- banki i inne instytucje finansowe,
- miasta i gminy,
- przedsiębiorstwa.

Do najaktywniejszych z grupy kapitałobiorców działających na polskim rynku można zaliczyć jak dotąd: przedsiębiorstwa, banki oraz państwo.

Państwo jest podmiotem emitującym skarbowe papiery dłużne (bony, obligacje). Mimo uchwalenia przez Sejm w 1995 r. nowej ustawy o obligacjach, państwo pozostaje nadal praktycznie jedynym emitentem obligacji, które znajdują się w publicznym obrocie.

Miasta i gminy – zgodnie z nową ustawą o obligacjach mogą dokonywać emisji dłużnych papierów wartościowych. Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw, również gminy preferują emisje obligacji dokonywane na rynku prywatnym, nie zaś na rynku publicznym.

Przedsiębiorstwa (działające w formie spółek akcyjnych) mają do wyboru dwie możliwości pozyskiwania środków za pośrednictwem rynku kapitałowego: poprzez emisję dłużnych lub własnościowych papierów wartościowych. W chwili obecnej przedsiębiorstwa dokonują przede wszystkim emisji akcji, choć nowa ustawa o obligacjach daje im możliwość również emisji obligacji. Wstrzemięźliwość przedsiębiorstw w korzystaniu z drugiej możliwości zdobywania kapitału – poprzez emisję obligacji, podyktowana jest być może pewną niestabilnością ekonomiczną występującą wciąż w naszym kraju, która nie sprzyja emisji dłużnych papierów wartościowych z odległym terminem wykupu (jeśli środki mają być przeznaczone na inwestycje, tylko taka emisja ma sens). Sceptycyzm przedsiębiorstw w tej kwestii wynika przypuszczalnie również z faktu, że równoważna zaciągnięciu zobowiązania dłużnego emisja obligacji (pożyczone kapitały trzeba będzie zwrócić) jest bardziej ryzykowna niż emisja papierów wartościowych o charakterze właścicielskim.

Banki są specyficznymi podmiotami rynku kapitałowego. Są bowiem obecne zarówno w układzie organizacyjnym rynku kapitałowego (głównie poprzez działające w ich strukturach biura maklerskie), jak i po jego stronie popytowej (dokonują emisji własnych papierów wartościowych) oraz podażowej (lokują swoje fundusze w papiery wartościowe). Jako podmioty występujące po stronie popytowej rynku, banki, podobnie jak inne instytucje, starają się pozyskiwać kapitały niezbędne do rozwoju swej działalności. Należy jednak zauważyć, iż możliwość szukania wolnych środków finansowych za pośrednictwem rynku kapitałowego ma dla instytucji bankowych znaczenie fundamentalne. Jak celnie zauważa R. Bulwerski: „O ile przedsiębiorstwa mogą traktować emisję akcji jako korzystną alternatywę drogiego kredytu bankowego, to dla prywatnych banków komercyjnych takiej alternatywy nie ma – jest to po prostu konieczność. Emisja akcji jest właściwie jedyną możliwością powiększenia funduszy własnych banku, a zarazem jedyną drogą do poprawy sytuacji ekonomicznej banku w systemie bankowym i na rynku”⁵⁷. Działające po stronie popytowej rynku banki mogą być więc traktowane jak klasyczne przedsiębiorstwa, których celem jest pozyskanie poprzez rynek środków inwestycyjnych.

Obok banków, po stronie reprezentującej popyt spotkać można również inne instytucje finansowe, których celem jest pozyskanie kapitałów. Należą do nich różnego typu **fundusze**, np. inwestycyjne zamknięte czy też ubezpieczeniowe (choć przede wszystkim są to instytucje generujące podaż kapitałów na rynek). Instytucją charakterystyczną jak dotąd tylko dla Polski jest narodowy fundusz inwestycyjny. On również może pozyskiwać środki inwestycyjne za pośrednictwem rynku kapitałowego.

5.2. Uczestnicy reprezentujący stronę podażową

Wydaje się zasadne twierdzenie, że procesy budowy i rozwoju strony popytowej i podażowej rynku kapitałowego przebiegają odmiennie. Trudno bowiem zaprzeczyć, iż znacznie łatwiej znaleźć podmioty zainteresowane pozyskaniem kapitału (jeśli cena jest przystępna, nie ma z tym większych problemów) niż jego udostępnianiem. Brak kapitału na rynku może stanowić jedną z istotniejszych barier jego rozwoju. Stąd też jest uzasadnione szersze omówienie grupy podmiotów będących „dostarczycielami” środków finansowych na rynek kapitałowy. Kwestia ta ma znaczenie szczególnie w takich krajach jak Polska, gdzie sektor ten dopiero się kształtuje.

⁵⁷ Wypowiedź R. Bulwerskiego dla „Gazety Bankowej” (1993, nr 42), cyt. za: M. Dusza, *Rynki finansowe: Banki komercyjne a polski rynek kapitałowy*, NBP Departament Analiz i Badań, Materiały i Studia, z. 43, Warszawa, maj 1994, s. 21.

Stronę podażową rynku kapitałowego tworzą:

- osoby fizyczne,
- przedsiębiorstwa,
- różnego typu fundusze,
- banki.

Osoby fizyczne należą do grupy inwestorów indywidualnych. Traktują one inwestycje w papiery wartościowe jako lokatę swoich oszczędności. Ich skłonność do inwestowania na rynku kapitałowym zależy więc od bardzo wielu czynników, m.in. realnej wysokości dochodów, krańcowej skłonności do oszczędzania⁵⁸, opłacalności lokowania na rynku kapitałowym w porównaniu z alternatywnymi możliwościami lokowania oszczędności (np. waluta, złoto, nieruchomości, lokaty bankowe), indywidualnej postawy wobec ryzyka itp.

Przedsiębiorstwa również można zaliczyć do grona inwestorów indywidualnych, gdyż podobnie jak osoby fizyczne, dokonują one inwestycji samodzielnie. Należy jednak zaznaczyć, iż inwestowanie pieniędzy w inne firmy nie jest główną funkcją przedsiębiorstw, lecz ich działalnością dodatkową, prowadzoną zwykle w określonych celach (np. tworzenie struktury holdingu).

Fundusze należą do grupy najważniejszych uczestników strony podażowej rynku kapitałowego. Tworzą one grupę tzw. inwestorów instytucjonalnych. Inwestorzy ci to instytucje, pośredniczące za odpowiednim wynagrodzeniem w dokonywaniu inwestycji oszczędności zgromadzonych przede wszystkim przez osoby fizyczne⁵⁹, które z różnych względów nie chcą samodzielnie dokonywać lokaty nadwyżek środków finansowych bądź też pragną zabezpieczyć się finansowo w razie wystąpienia określonej sekwencji zdarzeń (np. ubezpieczanie majątku, gromadzenie środków przeznaczonych na dodatkowe świadczenia emerytalne). Powodzenie i rozwój inwestorów instytucjonalnych działających w danym kraju zależy więc w głównej mierze od zamożności i preferencji do oszczędzania jego obywateli.

Wśród funduszy działających na rynku kapitałowym zasadne wydaje się wyróżnienie dwóch głównych grup, tworzonych przez:

- fundusze inwestycyjne;
- fundusze innych typów, których celem nie jest jedynie pomnażanie zasobów.

Fundusze inwestycyjne. Pod tym pojęciem rozumie się pewną masę majątkową utworzoną z wpłat inwestorów i zarządzaną przez towarzystwo wspólnego inwestowania. Inaczej mówiąc, to całość majątku powstałego

⁵⁸ Krańcowa skłonność do oszczędzania jest to część każdej dodatkowej złotówki rozporządzalnego dochodu, którą gospodarstwa domowe pragną przeznaczyć na wzrost oszczędności.

⁵⁹ Oprócz osób fizycznych środki finansowe w różnego typu instytucjach finansowych mogą również lokować przedsiębiorstwa, rządy i inwestorzy zagraniczni, zarówno instytucjonalni, jak i indywidualni.

z wpłat pieniężnych udziałowców, występującego pod postacią różnorodnych walorów (w przypadku rynku kapitałowego – papierów wartościowych).

Atrakcyjność funduszy inwestycyjnych polega na oferowaniu pojedynczemu inwestorowi, często dysponującemu niewielkim kapitałem, korzyści możliwych do uzyskania w przeszłości jedynie przez wielkich inwestorów. Inwestowanie poprzez fundusze zbiorcze ma wiele zalet:

- pozwala dokonać dywersyfikacji portfela, co eliminuje nadmierne ryzyko inwestycji;

- umożliwia redukcję kosztów (wszelkie opłaty manipulacyjne pobierane przez biura maklerskie, relatywnie wyższe w przypadku drobnych inwestycji) oraz czasu (potrzebnego na zawarcie transakcji);

- zarządzanie portfelem zwykle spoczywa w rękach doświadczonych menedżerów, dla drobnego inwestora posiadana przez nich wiedza jest zwykle niedostępna;

- fundusz dysponujący dużym kapitałem utworzonym z niewielkich wpłat może dokonywać inwestycji w przedsięwzięcia nieosiągalne dla pojedynczego drobnego ciułacza.

W krajach wysoko rozwiniętych istnieje bardzo wiele różnorodnych funduszy⁶⁰, dostosowujących swą ofertę do potrzeb różnych grup inwestorów. Ich klasyfikacja opiera się na dwóch systemach⁶¹.

W systemie europejskim (na przykładzie Niemiec) dzielimy fundusze inwestycyjne ze względu na:

1. Typ substancji majątkowej:

- fundusze inwestycyjne (f.i.) lokujące w papiery wartościowe,
- f.i. lokujące w udziały przedsiębiorstw i papiery wartościowe,
- f.i. lokujące w nieruchomości,
- f.i. lokujące w towary (np. złoto).

2. Typ konstrukcji funduszu:

- fundusze otwarte; przystąpienie do nich jest możliwe w każdej chwili; jednostki funduszu są wydawane na podstawie zapotrzebowania, ich liczba jest zmienna; cena jednostki funduszu jest ustalana na podstawie wartości netto aktywów; wycofanie się z funduszu następuje poprzez umorzenie w nim jednostek uczestnictwa, do czego fundusze są zobowiązane; ten typ funduszu dominuje w Europie;

- fundusze zamknięte mają zwykle postać spółek akcyjnych; liczba akcji jest stała, ich cenę ustala się w wyniku gry sił rynkowych; przystąpić do

⁶⁰ Skokowy wzrost liczby funduszy można prześledzić na podstawie danych z rynku brytyjskiego. W roku 1960 było na nim 51 funduszy, w 1970 r. – 240, w 1980 r. – 493, w 1990 r. – 1407. Aktywa funduszy wynosiły pod koniec 1992 r. ponad 63 mld funtów, podczas gdy w roku 1960 zaledwie 201 mln funtów. T. Berent, *Każdy może zostać inwestorem*, „Rzeczpospolita” 1993, nr 287.

⁶¹ D. Dziawgo, L. Dziawgo, *Fundusze Powiernicze*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 1994, s. 59.

takiego funduszu można jedynie, nabywając jego akcje, zwykle na rynku (np. za pośrednictwem giełdy).

3. Typ inwestora:

– fundusze specjalne muszą spełniać łącznie dwa warunki (zgodnie z niemieckim prawem); posiadaczami jednostek uczestnictwa w tych funduszach mogą być wyłącznie inwestorzy instytucjonalni, których nie może być więcej niż dziesięciu;

– fundusze publiczne to takie, do których może przystąpić każdy.

4. Formę uczestnictwa w dochodach:

– fundusze inwestycyjne wypłacające; ten typ funduszu wypłaca wygos-podarowane dochody (pochodzące z dywidend, oprocentowania itp.) zwykle raz w roku;

– fundusze inwestycyjne tezauracyjne (akumulacyjne); fundusze te nie wypłacają żadnych dochodów udziałowcom, lecz reinwestują je, powiększając w ten sposób wartość jednostki uczestnictwa.

W systemie anglo-amerykańskim fundusze inwestycyjne dzielimy ze względu na:

1. Ciągłość emisji udziałów:

– fundusze otwarte (*open-end companies*) obejmują: *unit trust* (występujący w Wielkiej Brytanii), który ma możliwość emisji nieograniczonej liczby jednostek uczestnictwa, nie posiada natomiast osobowości prawnej i jest powoływany na podstawie umowy między zarządzającym funduszem (*manager*) a powiernikiem (*truster*), oraz *mutual fund* (występujący w Stanach Zjednoczonych), który ma postać korporacji, emitującej akcje będące przedmiotem obrotu giełdowego (ustawowo jest on zobowiązany do emisji dodatkowych akcji w przypadku wzrostu na nie popytu oraz do ich skupowania, gdy popyt spada; posiada nieograniczoną możliwość emisji akcji).

– fundusze zamknięte (*closed-end companies*), np. *investment trust*, który występuje zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Wielkiej Brytanii w postaci korporacji (spółki akcyjnej) emitującej określoną liczbę akcji, będących przedmiotem obrotu giełdowego.

2. Cel inwestycji i rodzaj nabywanych papierów wartościowych:

- krajowe,
- zagraniczne (międzynarodowe),
- specjalne.

Polski system prawa papierów wartościowych zdaje się zdążać w kierunku rozwiązań przyjętych w systemie europejskim.

Pierwsze fundusze inwestycyjne powstały w roku 1924 w Stanach Zjednoczonych (obecnie jest ich tam ok. 5 tys.). Na kontynencie europejskim rozwój formuły wspólnego inwestowania następował znacznie wolniej, natomiast prawdziwy rozkwit osiągnęła ona dopiero w latach osiemdziesiątych, głównie w Wielkiej Brytanii. Należy zwrócić uwagę na istotną zbieżność dat – przyspieszenie rozwoju idei inwestowania za pośrednictwem funduszy

inwestycyjnych oraz zakrojone na szeroką skalę procesy prywatyzacyjne, które wystąpiły w tym kraju właśnie w latach osiemdziesiątych.

W Polsce idea inwestowania na rynku kapitałowym przy udziale wyspecjalizowanych pośredników jest równie młoda jak sam rynek. Częściowe podstawy funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce stworzyła ustawa z 22 marca 1991 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, która określała warunki zawiązywania na gruncie polskim wyłącznie funduszy inwestycyjnych typu otwartego. Obecnie zasady tworzenia nowych funduszy reguluje ustawa o funduszach inwestycyjnych, uchwalona 28 sierpnia 1997 r., jednak fundusze działające w latach 1990–1996 powstały jeszcze na mocy ustawy z roku 1991.

Zgodnie z literą ówczesnego prawa, fundusze powiernicze to wyodrębniona finansowo wspólna masa majątkowa uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzana przez towarzystwo funduszy powierniczych. Uprawnionymi do zarządzania funduszami są wyłącznie towarzystwa funduszy powierniczych (tworzone w formie spółek akcyjnych), których jedynym przedmiotem działania jest lokowanie powierzonych pieniędzy w imieniu własnym i na wspólny rachunek uczestników funduszu oraz zarządzanie jednym lub wieloma funduszami. Tytułem do udziału w aktywach netto funduszu jest jednostka uczestnictwa⁶², która jednakże nie może być sprzedana przez uczestnika funduszu (a jedynie umorzona przez fundusz), nie podlega również oprocentowaniu (ale podlega dziedziczeniu). Jednostki uczestnictwa można nabywać za pośrednictwem biur maklerskich (lub, za zgodą KPW, innych podmiotów). Prawo przewiduje, iż towarzystwo może wypłacać dochody powiększające wartość funduszu jego uczestnikom. Ustawa określa ponadto warunki dokonywania lokat środków funduszu przez towarzystwo. Przede wszystkim co najmniej 90% wartości środków funduszu winno być lokowane w papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, pozostałe 10% może być lokowane w innych papierach wartościowych pod warunkiem, że istnieje możliwość ustalenia ich ceny w terminach wymaganych przez fundusz.

Do końca roku 1996 zezwolenia na zarządzanie funduszami powierniczymi uzyskało 5 towarzystw funduszy powierniczych. Były to⁶³:

- 1) Pioneer – Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA,
- 2) Korona – Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA,
- 3) Towarzystwo Funduszy Powierniczych Fidelia SA,
- 4) Przymierze – Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA,
- 5) Towarzystwo Funduszy Powierniczych Atut SA.

⁶² Jednostka uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym **nie** jest, zgodnie z polskim prawem, papierem wartościowym.

⁶³ Komisja Papierów Wartościowych, *Raport 1996*, s. 21.

Towarzystwa te otrzymały zezwolenia na zarządzanie w sumie 11 funduszami, przy czym do końca 1996 r. rozpoczęło działalność tylko 5 z nich. Działające fundusze zarządzane były przez towarzystwa: Pioneer – Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA, Korona – Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA oraz Przymierze – Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA.

Na polskim rynku kapitałowym funkcjonują też fundusze *venture capital*. Fundusz taki definiowany jest⁶⁴ jako kapitał własny wnoszony na ograniczony czas przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji lub usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek (niosą więc ze sobą znaczne ryzyko niepowodzenia inwestycji), ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez inwestorów w drodze sprzedaży posiadanych udziałów. Należy przy tym zauważyć, iż inwestorzy ci często angażują się w zarządzanie przedsiębiorstwem, w które zainwestowali środki.

Źródła kapitału, jakimi są fundusze *venture capital*, mogą okazać się bardzo istotnymi ogniwami w procesie restrukturyzacji polskiej gospodarki. Jednak aby włączyły się one aktywnie w realizowanie różnego typu projektów inwestycyjnych, muszą zostać spełnione dwa podstawowe warunki⁶⁵: po pierwsze muszą powstać atrakcyjne z punktu widzenia funduszy projekty, po drugie musi zostać ostatecznie zdefiniowany model przyszłego polskiego systemu finansowego (czy alokacja kapitału będzie się dokonywała głównie w ramach systemu bankowego, jak np. w Niemczech, czy też poprzez różnego typu instytucje finansowe, jak w Wielkiej Brytanii bądź Stanach Zjednoczonych). Nie mniej istotną sprawą jest również stworzenie możliwości wycofania zaangażowanego przez fundusz kapitału w drodze sprzedaży akcji lub udziałów przedsiębiorstw na rynku prywatnym (inwestorowi strategicznemu) bądź publicznym (na giełdzie). Spełnienie ostatniego warunku wymaga osiągnięcia określonego stopnia rozwoju rynku kapitałowego.

Rynek działających w Polsce funduszy *venture capital* można podzielić na dwa segmenty⁶⁶. Pierwszą grupę stanowią fundusze tworzone w sposób naturalny, angażujące się kapitałowo w tzw. „okazje inwestycyjne”. Do najważniejszych z nich należą⁶⁷:

- Polski Prywatny Fundusz Kapitałowy I & II,
- Caresbac-Polska SA,
- Towarzystwo Inwestycji Społeczno-Ekonomicznych (TISE),

⁶⁴ J. Węclawski, *Venture Capital*, PWN, Warszawa 1997, s. 17.

⁶⁵ P. Tamowicz, *Finansowanie kapitału właścicielskiego*, „Rzeczpospolita” 1995, nr 1160, s. 20.

⁶⁶ P. Tamowicz, *Wnioski dla Polski*, „Rzeczpospolita” 1995, nr 163, s. 21.

⁶⁷ P. Zielewski, *Fundusz goni fundusz*, „Życie Gospodarcze” 1995, nr 38, s. 25.

- UNP-Holdings,
- Poland Partners L.P.,
- Pioneer Poland Fund.

Drugim typem *venture capital* są fundusze tworzone oddzielnie (inicjatywa czynnika publicznego), jako element procesu transformacji gospodarki. Można do nich zaliczyć m.in.:

- Agencję Rozwoju Przemysłu,
- Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości.

Fundusze „drugiej grupy”, choć działają według reguł funduszy *venture capital*, nie są jednak ich klasycznym odzwierciedleniem. Ich celem jest bowiem nie tylko osiągnięcie zysku, ale także restrukturyzacja przedsiębiorstw (poprzez ich kapitałowe wzmocnienie), co w założeniach ma wspomóc procesy przekształceń własnościowych w polskiej gospodarce.

Bez względu na typ funduszu, naczelną ideą przyświecającą zawsze i wszędzie wspólnemu inwestowaniu, jest chęć pomnożenia posiadanych zasobów. W przypadku funduszy inwestycyjnych idea ta jest zupełnie przejrzysta – gromadzenie środków finansowych drobnych inwestorów, a następnie ich transformowanie w jeden duży kapitał, dysponujący bez porównania większym potencjałem. Uczestnicy takich funduszy wymagają zwykle spełnienia dwóch warunków: realnego wzrostu wartości ulokowanych zasobów oraz możliwości ich wycofania z funduszu w dogodnym dla nich czasie. Na świecie nie mniejszą popularność zyskały również fundusze innych typów, których celem jest nie tylko pomnożenie posiadanych zasobów, ale również wypełnienie określonych dodatkowych zobowiązań. Należą do nich m.in. fundusze ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne.

Fundusze ubezpieczeniowe. Główny cel działania funduszy (firm, towarzystw) ubezpieczeniowych jest odmienny od typowych funduszy inwestycyjnych. O ile te ostatnie winny po prostu pomnażać dochody pojedynczych inwestorów, zadaniem firm ubezpieczeniowych jest przejęcie na siebie w zamian za ustaloną opłatę ryzyka zajścia określonego zdarzenia lub przyjęcie zobowiązania wypłacenia ustalonej kwoty pieniędzy w danym momencie w przyszłości, po spełnieniu przez uczestnika funduszu określonych warunków. Pierwszy typ firm ubezpieczeniowych oferuje ubezpieczenia gospodarcze i osobiste (od następstw nieszczęśliwych wypadków), drugi zaś, najogólniej rzecz ujmując – ubezpieczenia na życie.

Z punktu widzenia rynku kapitałowego różnica między tymi dwoma rodzajami firm ubezpieczeniowych jest zasadnicza. Otóż firmy oferujące ubezpieczenia od następstw nieszczęśliwych wypadków nigdy nie są w stanie oszacować, jak wielkie kwoty odszkodowań i w jakim czasie przyjdzie im wypłacić. Gromadzone przez nie składki ubezpieczeniowe muszą więc być inwestowane w dużym stopniu w instrumenty finansowe o znacznej płynności.

Natomiast firmy oferujące szeroko pojęte ubezpieczenia na życie zawierają wiele umów terminowych, stąd są w stanie w większym stopniu przewidzieć, ile środków wpłynie na ich konto oraz kiedy będą musiały je wypłacić. Mogą więc zaryzykować więcej długoterminowych inwestycji.

Firmy ubezpieczeniowe działające na rynkach kapitałowych krajów wysoko rozwiniętych (gdzie na ubezpieczenia przeznaczają się 8–12% PKB; dla porównania w Polsce wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 2%⁶⁸) przyczyniają się w znacznym stopniu, podobnie jak inne fundusze, do wzrostu ilości kapitału przepływającego przez ten rynek, a także do jego stabilizacji. Największe firmy ubezpieczeniowe świata dysponują ogromnymi środkami finansowymi, które częściowo lokowane są również w akcjach i obligacjach.

Rozwój sektora ubezpieczeń w Polsce rozpoczął się praktycznie z uchwaleniem przez Sejm ustawy⁶⁹ o działalności ubezpieczeniowej w lipcu 1990 r. W roku 1996 największymi polskimi firmami ubezpieczeniowymi w dziale ubezpieczeń od następstw nieszczęśliwych wypadków były: PZU SA, TUiR Warta SA, Polisa SA, Polonia SA, Hestia Insurance SA. W dziale ubezpieczeń na życie przodowało PZU-Życie SA, daleko w tyle pozostawiając konkurentów zachodnich – Commercial Union i Amplico Life.

Głównym źródłem przychodów firm ubezpieczeniowych są składki, lecz w celu pomnożenia swoich dochodów firmy ubezpieczeniowe dokonują także lokat posiadanych zasobów na rynku kapitałowym. Zgodnie z art. 61, ust. 1 ustawy o działalności ubezpieczeniowej, zakład ubezpieczeń obowiązany jest lokować swoje środki w taki sposób, aby uwzględniając rodzaj i strukturę prowadzonych ubezpieczeń, osiągnąć jak największy stopień bezpieczeństwa i rentowności przy jednoczesnym zachowaniu płynności środków. Artykuł 63, ust. 1 tejże ustawy precyzuje, jakie walory mogą stać się składowymi portfela inwestycyjnego zakładu. Należą do nich m. in. bony skarbowe, obligacje (skarbu państwa, gmin lub inne), inne papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez państwo, akcje dopuszczone do publicznego obrotu, udziały i akcje w krajowych spółkach prawa handlowego nie dopuszczone do publicznego obrotu, itp.

Zaangażowanie firm ubezpieczeniowych w lokowanie na rynku kapitałowym zależy od wielu czynników, tj. poziomu przychodów ze składek, poziomu przychodów uzyskanych na rynku kapitałowym, skłonności firmy do ponoszenia ryzyka, dochodowości lokat alternatywnych itp. Jako że w przypadku firm ubezpieczeniowych szalenie ważnym czynnikiem jest zachowanie odpowiedniej płynności i pewności lokat, nieprzewidywalny

⁶⁸ W. Jamroz, *Rośnie zaufanie klientów*, „Życie Gospodarcze” 1996, nr 48, s. 31.

⁶⁹ Ustawa z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. 1990, nr 59, poz. 344, z późn. zm.

i słabo rozwinięty polski rynek kapitałowy długo jeszcze może nie stanowić dostatecznie atrakcyjnej alternatywy w stosunku do innych lokat. Jest to jednak sytuacja do pewnego stopnia paradoksalna, gdyż to właśnie m.in. od firm ubezpieczeniowych jako pośredników finansowych oczekuje się stabilizowania rynku kapitałowego. Powstaje więc swoiste sprzężenie zwrotne, firmy ubezpieczeniowe nie wchodzą na rynek kapitałowy z obawy przed możliwością poniesienia finansowych strat, z drugiej strony rynkowi trudno jest osiągnąć oczekiwaną stabilizację ze względu na brak inwestorów instytucjonalnych.

Fundusze emerytalne to inny rodzaj funduszy celowych. Ich uczestnicy przez okres swojej pracy wpłacają składki w ustalonej wysokości, aby po zakończeniu aktywności zawodowej otrzymać określone świadczenia. Fundusze emerytalne są często częścią tzw. planów emerytalnych. Fundusze te powstają w wyniku wpłacania ustalonych składek przez pracowników i pracodawców. Regularnie wpłacane składki tworzą pewną masę majątkową, która następnie jest inwestowana w taki sposób, by zagwarantować należącym do danego planu emerytalnego osobom wystarczającą ilość środków na zabezpieczenie obiecanego planem poziomu emerytury. Plany takie tworzone są przez prywatne korporacje lub ich grupy w celu uzupełnienia świadczeń z ubezpieczenia społecznego, z reguły będącego na dość niskim poziomie. Ważną zachętą, skłaniającą do włączenia się do planów emerytalnych są korzyści podatkowe. Otóż ich uczestnikom przysługuje ulga podatkowa, polegająca na możliwości odpisania od podstawy opodatkowania kwoty przeznaczonej na wpłaty do funduszu (w Polsce takiej możliwości nie ma). Podatek dochodowy pobierany jest w momencie korzystania przez uczestnika z dodatkowych świadczeń pieniężnych wypłacanych przez fundusz.

Na świecie fundusze emerytalne należą do grupy największych podmiotów działających na rynkach kapitałowych. Przyczyniają się znacząco do rozwoju tych rynków, a także ich stabilizacji.

W roku 1997 Sejm uchwalił trzy ustawy umożliwiające rozpoczęcie reformy systemu ubezpieczeń społecznych w Polsce: ustawę o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji części mienia skarbu państwa na cele związane z reformą systemu ubezpieczeń społecznych (czerwiec), ustawę o pracowniczych programach emerytalnych (sierpień) oraz ustawę o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (sierpień). Obecnie Polskę czeka długa i niełatwa droga realizowania zawartych w nich postanowień. W założeniach system emerytalno-rentowy ma składać się z trzech poziomów (filarów). Pierwszy poziom stanowią mają państwowe świadczenia emerytalno-rentowe z obowiązkowego systemu ubezpieczeń (ZUS), drugi – plany emerytalne tworzone w zakładach pracy, będące uzupełnieniem świadczeń państwowych, trzeci – indywidualne ubezpieczenia w komercyjnych towarzystwach ubezpieczeniowych (kapitałowych funduszach emerytalnych).

Z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego (zakładając, że rozwój ten potoczy się w kierunku wytyczonym przez kraje wysoko rozwinięte) największe znaczenie mają fundusze emerytalne poziomu drugiego. One to właśnie dysponują ogromnymi środkami finansowymi, które lokowane są w przeważającej mierze na rynkach finansowych. Fundusze emerytalne w krajach rozwiniętych działają zwykle w ramach przedsiębiorstw i przynależność do nich pracowników jest dobrowolna. Powstawanie takich funduszy, działających w ramach tzw. planów emerytalnych, wymaga jednak spełnienia przez chcące do nich dołączyć przedsiębiorstwa pewnych warunków⁷⁰:

- przedsiębiorstwo musi osiągnąć pewną wielkość, aby móc finansować plan emerytalny,
- musi osiągnąć określony poziom zatrudnienia, by opłacało się go uruchomić,
- kapitał ludzki musi stać się na tyle ważny dla firmy, by chciała partycypować we wpłatach na rzecz pracowników, by ich zatrzymać w firmie.

Banki są nie tylko biorcami kapitału. Działają również po stronie podażowej rynku kapitałowego, choć należy zaznaczyć, iż w tym wypadku ich rola jest dość skomplikowana. Wszak głównym zadaniem banków nie jest lokowanie posiadanych środków w instrumenty rynku kapitałowego, a udzielanie kredytów za pośrednictwem rynku kredytowego. Faktem jest, że włączając się w rynek kapitałowy jako inwestorzy, banki wchodzi do pewnego stopnia w konflikt interesów z realizowanymi przez siebie podstawowymi funkcjami. Jednak z punktu widzenia banków inwestycje czynione na rynku kapitałowym są w pełni uzasadnione. Dywersyfikacja lokat jest zabiegiem powszechnie stosowanym przez podmioty działające w gospodarce, dlatego więc banki miałyby nie zabezpieczać swoich interesów, działając nie tylko na rynku kredytowym, ale i kapitałowym?

Możliwość dokonywania przez banki inwestycji na rynku kapitałowym jest regulowana przez prawo bankowe. Zgodnie z tym prawem banki mają prawo lokować środki pieniężne w udziałach i papierach wartościowych (akcjach, obligacjach) do kwoty stanowiącej 25% sumy funduszy własnych⁷¹. Wielkość ta może wzrosnąć maksymalnie do 50%, po uzyskaniu przez bank zgody prezesa NBP. Ograniczenia te nie dotyczą nabywania przez banki obligacji, których emitentem jest skarbie państwa i NBP. Powyższe przepisy są przedmiotem coraz częstszej krytyki. Podnoszona jest m.in. kwestia ustalenia zbyt niskiego współczynnika relacji inwestycji kapitałowych do funduszy własnych czy też jednakowego traktowania wszystkich aktywów (np. akcji i obligacji).

⁷⁰ T. Gruszecki, *Plany i fundusze emerytalne*, „Rzeczpospolita” 1995, nr 192, s. 15.

⁷¹ „Prawo bankowe” z dnia 31 stycznia 1989 r., art. 35, pkt. 2, Dz.U. 1992, nr 72, poz. 359 z późn. zm. Na fundusze własne banków składa się kapitał własny oraz tworzone w trakcie działalności fundusze rezerwowe i zapasowe oraz inne fundusze zaliczone przez prezesa NBP do funduszy własnych banku.

Przedmiotem działalności banków na rynku kapitałowym jest również świadczenie usług, zarówno na rzecz inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, jak i emitentów papierów wartościowych. Faktem jest, że kwestie związane z obsługą przez banki inwestorów i emitentów wciąż nie zostały jednoznacznie sprecyzowane przez prawo bankowe i prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W związku z planowanymi na najbliższe lata reformami można postawić pytanie, jaki jest docelowy model funkcjonowania polskiego sektora bankowego, a także, jaką rolę będą miały do spełnienia banki na rynku kapitałowym, polskim i zagranicznym.

Bank wypełnia na rynku kapitałowym wielorakie zadania. W krajach wysoko rozwiniętych to właśnie banki (lub/i biura maklerskie), czy też ich wyspecjalizowane oddziały, obsługują całokształt transakcji związanych z emisją papierów wartościowych. Rola banków na rynku pierwotnym jest bardzo ważna. Prowadzą one tam następujące działania⁷²:

- emitują własne papiery wartościowe,
- organizują emisje obce,
- organizują dystrybucję emisji obcych,
- lokują obce emisje na rynkach,
- inwestują własne środki w papiery wartościowe.

Obsługując emitenta banki⁷³:

- określają potrzeby emitenta oraz wskazują możliwe źródła ich finansowania,
- przygotowują niezbędną dokumentację i zabezpieczają prawną stronę transakcji,
- pomagają w znalezieniu nabywców na papiery wartościowe,
- dokonują gwarantowania (*underwriting*) emisji,
- organizują detaliczną dystrybucję papierów wartościowych.

Poprzez kontrolowane przez siebie instytucje, głównie biura maklerskie, banki uczestniczą również w operacjach rynku wtórnego (działalność brokerska i dealerska) w zakresie usług świadczonych przez biura (pośrednictwo w transakcjach na rynku, prowadzenie rachunków inwestycyjnych klientów, doradztwo inwestycyjne itp.).

Polski sektor bankowy, podobnie jak cała gospodarka, znajduje się obecnie w fazie przemian. Jest więc rzeczą naturalną, iż banki poszukują dla siebie na rynku finansowym jak najkorzystniejszej pozycji. Niepokój może budzić jednak fakt, iż wciąż nie ma jasnej koncepcji precyzującej docelowy model działania polskiego sektora bankowego. Kwestia ta wydaje się mieć diametralne znaczenie z punktu widzenia nie tylko rozwoju rynku kapitałowego, ale całego systemu finansowego naszego kraju.

⁷² M. Dusza, *Banki na rynku kapitałowym*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992, s. 12.

⁷³ Tamże, s. 15.

6. Polski rynek kapitałowy – podsumowanie

W roku 1997 minęło sześć lat działalności polskiego rynku kapitałowego. Należy od razu zaznaczyć, iż stwierdzenie to, choć powszechnie spotykane, nie jest precyzyjne. Jako datę wyznaczającą początek działalności rynku kapitałowego przyjęło się bowiem uważać moment rozpoczęcia funkcjonowania jednego z jego segmentów – giełdy papierów wartościowych, który nastąpił właśnie w 1991 r. Rynek niepubliczny działał wcześniej, lecz ze względu na brak przepisów jasno rozgraniczających obrót prywatny i publiczny, a także brak danych o zawieranych transakcjach, okres przed rokiem 1991 nie jest uwzględniany w oficjalnych statystykach. Regulowany rynek pozagiełdowy zainaugurował działalność dopiero pod koniec 1996 r. Choć struktura polskiego rynku kapitałowego upodobniła się już do struktury rynków krajów wysoko rozwiniętych (działają trzy podryniki: giełdowy, regulowany pozagiełdowy i niepubliczny), nie jest to jednak równoznaczne ze stwierdzeniem, że polski rynek kapitałowy osiągnął stopień rozwoju porównywalny z tymi rynkami. Przede wszystkim świadczy o tym udział kapitalizacji rynku giełdowego w PKB, który oscylował w roku 1997 wokół 10% (za wielkość graniczną, oddzielającą rynki rozwijające się i rozwinięte uważa się 20%). Jest to argument podnoszony najczęściej, choć ocenia on zaistniałą sytuację tylko w jednym aspekcie – ilościowym. Tymczasem wydaje się, że obserwując postępy w rozwoju polskiego rynku kapitałowego, należałoby bliżej przeanalizować również jakościowy aspekt całego procesu. Jak już wspomniano w pracy, spontaniczny rozwój rynku został zatrzymany w chwili wejścia w życie prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Na mocy tego prawa w roku 1991 utworzona została Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, która do grudnia 1996 r. była jedynym działającym segmentem regulowanego rynku kapitałowego. Wraz z powstaniem giełdy działalność rynku niepublicznego zeszła na dalszy plan. Na początku lat dziewięćdziesiątych istniało jednak niewiele przedsiębiorstw zdolnych spełnić wysokie wymagania stawiane przez giełdę – grupę tę tworzyły przede wszystkim sprywatyzowane przedsiębiorstwa państwowe. Trudno zaprzeczyć, iż w początkowym okresie działalności oferta polskiego rynku kapitałowego w jego części regulowanej była praktycznie niedostępna dla firm prywatnych. W roku 1993 giełda uruchomiła drugi rynek – równoległy, przeznaczony dla spółek o mniejszym potencjale. Firmy dokładały jednak wszelkich starań, by spełnić kryteria wejścia na rynek podstawowy. Wiele z nich uważało, że pojawienie się na rynku równoległym jest dla nich zdecydowanie mniej korzystne. Wobec takiego nastawienia trudno się dziwić, że na trzecim (wolnym) rynku notowano akcje niewielu podmiotów.

W kształtowaniu wizerunku polskiego rynku kapitałowego znaczącą rolę, obok giełdy, odegrała Komisja Papierów Wartościowych. Właśnie te

instytucje, dążąc do zapewnienia bezpieczeństwa obrotów i wysokiego standardu działania rynku papierów wartościowych, w dużej mierze przyczyniły się do powstania sytuacji, w której z oferty rynku kapitałowego mogła praktycznie skorzystać wąska grupa przedsiębiorstw o dobrej sytuacji finansowej. Rynek kapitałowy zaczęto utożsamiać z giełdą papierów wartościowych (można niekiedy odnieść wrażenie, że do dziś nie uległo to zmianie). Zapomniano, że w krajach rozwiniętych nie mniej ważną funkcję niż giełda spełnia rynek pozagiełdowy, dzięki któremu mają szansę pozyskać kapitał firmy małe i nieznane. Wielokrotnie na łamach tej pracy podkreśla się, że czynnikiem sprawczym powołania regulowanego rynku pozagiełdowego stał się Program Powszechnej Prywatyzacji, który objął głównie spółki znajdujące się w nie najlepszej kondycji finansowej. Jednak ku powszechnemu zaskoczeniu, spółki te nie wykazały zainteresowania wejściem na ten rynek. Jakie były prawdopodobne przyczyny takiej sytuacji? Wydaje się, że wbrew pozorom sprzężenie PPP z budową rynku pozagiełdowego nie było najlepszym rozwiązaniem. Rynek pozagiełdowy przeznaczony jest przede wszystkim dla firm, które w zamian za ponadprzeciętne ryzyko, jakie podejmuje inwestor dokonując lokaty w ich papiery, obiecują mu ponadprzeciętne zyski. To jest główny motyw decyzji inwestycyjnych uczestników rynku pozagiełdowego. Tymczasem spółki parterowe uczestniczące w PPP są to były przedsiębiorstwa państwowe, sytuacja finansowa większości z nich pozostawia wiele do życzenia, a perspektywy na przyszłość nie są jasne. W tych okolicznościach trudno oczekiwać, by znalazły one inwestorów na rynku publicznym tylko z tego względu, że zdecydowały się wprowadzić nań swoje papiery.

Polski rynek kapitałowy składa się więc z trzech segmentów, tyle że nie są to segmenty równoważne. Na prowadzenie wysuwa się zdecydowanie giełda papierów wartościowych, rynek pozagiełdowy (zarówno regulowany, jak i nieregulowany) jest, ale nie odgrywa w gospodarce większej roli. Czasami można odnieść wrażenie, że giełda dąży do zdominowania rynku kapitałowego, co jest dodatkowym czynnikiem utrudniającym rynkowi pozagiełdowemu wyrobienie sobie na nim silnej pozycji. Nie jest również łatwo zmienić powszechną opinię, zgodnie z którą notowanie papierów wartościowych na rynku giełdowym jest dla spółki bardziej prestiżowe niż notowanie na rynku OTC. Wydaje się, że obecnie m.in. z tego powodu część spółek, które mogłyby wejść na rynek pozagiełdowy, woli poczekać, by w sprzyjających okolicznościach znaleźć się od razu na giełdzie. Można więc zaryzykować stwierdzenie, iż w polskiej rzeczywistości rynek pozagiełdowy nie jest strukturą komplementarną, a konkurencyjną dla giełdy papierów wartościowych. Pozostaje to w wyraźnej sprzeczności z obrazem rynku kapitałowego działającego w krajach o rozwiniętej gospodarce, gdzie rynek giełdowy i pozagiełdowy wzajemnie się uzupełniają.

Od dłuższego czasu pojawiają się również zarzuty, iż rozwojowi rynku nie sprzyja ścisły nadzór, jaki roztacza nad nim Komisja Papierów Wartościowych. Pretensje te są zgłaszane przede wszystkim przez domy maklerskie, których działalność KPW kontroluje bardzo drobiazgowo. Prywatne domy maklerskie podnoszą również kwestię nierównej pozycji, jaką mają w stosunku do biur bankowych. Choć biura te powinny być całkowicie wydzielone ze struktur banków, tylko kilka banków zdecydowało się na takie wydzielenie. W efekcie biura bankowe mogą korzystać z zasobów macierzystych banków, co pozwala im proponować klientom bardzo korzystne warunki otwierania i prowadzenia rachunków inwestycyjnych. Biura niebankowe (dysponujące tylko własnymi kapitałami) są tym samym stawiane w gorszej sytuacji i często nie są w stanie sprostać konkurencji.

Kolejną kwestią dotyczącą polskiego rynku kapitałowego jest struktura jego inwestorów. Szacuje się, że udział kapitału zagranicznego w inwestycjach na GPW (rynkem pozagiełdowym nie są oni obecnie zainteresowani) wynosi ok. 25–35%. Jest to wielkość na tyle duża, iż gwałtowny odpływ lub przyływ tego kapitału na parkiet giełdy jest w stanie w sposób znaczący oddziaływać na poziom obrotów i giełdowych wskaźników. Z punktu widzenia polskiego rynku (działającego mimo wszystko we wciąż chwiejnym otoczeniu ekonomiczno-społeczno-politycznym), tak znaczny udział kapitału zagranicznego może się okazać czynnikiem niesprzyjającym jego stabilności. Pozytywną tendencją jest natomiast malejący udział inwestorów indywidualnych (choć wciąż za wysoki) w giełdowych inwestycjach (również nie są to inwestorzy stabilni). W roku 1996 w domach maklerskich otwartych było 894 tys. rachunków inwestycyjnych. Analiza struktury transakcji w systemie jednolitego kursu dnia wskazuje, iż większość transakcji (56%) zawartych w roku 1996 były to transakcje do 3 tys. zł, a więc transakcje małe, lecz wartościowo reprezentowały one jedynie ok. 4% obrotów⁷⁴. Rośnie, choć w zdecydowanie za wolnym tempie, liczba polskich inwestorów instytucjonalnych. W roku 1996 na polskim rynku kapitałowym działało zaledwie pięć funduszy powierniczych, z czego liczące się inwestycje kapitałowe przeprowadzały głównie trzy fundusze grupy Pioneer. Pewne inwestycje na rynku papierów wartościowych czyniły też fundusze ubezpieczeniowe i banki, ale nie były to kwoty mogące wywierać znaczący wpływ na rynek. Diametralną zmianę sytuacji panującej po stronie podażowej rynku kapitałowego winna wprowadzić dopiero realizacja reformy ubezpieczeń społecznych (powstanie kapitałowych funduszy emerytalnych), a także pojawienie się nowych typów funduszy inwestycyjnych.

Z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego nie mniej istotnym problemem jest ostateczne zdefiniowanie relacji zachodzącej między tym rynkiem a sektorem bankowym. Pozycja sektora bankowego w gospodarce

⁷⁴ *Rocznik giełdowy 1997*, s. 51.

jest bowiem skorelowana z rozmiarami rynku kapitałowego i rolą, jaką pełni on w systemie finansowym każdego kraju. W Polsce rozwój rynku kapitałowego przebiega pod ścisłym nadzorem organów administracji państwowej. Podobnie rzecz się ma z sektorem bankowym. Tymczasem można odnieść wrażenie, iż obie struktury rozwijają się niezależnie od siebie. Nie zostały prawdopodobnie wciąż poczynione ustalenia, która z nich ma pełnić funkcję głównego „pasa transmisyjnego”, kierującego przepływem kapitału w gospodarce (co nie oznacza, że przestałyby konkurować ze sobą o kapitał). Wydaje się, że kwestia ta również winna zostać wyjaśniona.

Z dotychczasowego podsumowania można by wysnuć wniosek, że przez minione lata na polskim rynku kapitałowym stało się mało rzeczy określanych jako pozytywne. Wniosek ten byłby jednak błędny. Przede wszystkim był to naprawdę krótki okres na zbudowanie od podstaw jakiegokolwiek nowej struktury ekonomicznej. Tym samym powstanie rynku kapitałowego jako takiego należy uznać za niewątpliwy sukces jego architektów. Rynek, podobnie jak cała gospodarka, wciąż ewoluuje. Nie wszystkie zmiany zyskują jednakową aprobatę podmiotów zaangażowanych w jego rozwój, co jest sytuacją normalną. Rynek kapitałowy, będąc integralną częścią gospodarki, odczuwa również konsekwencje wszelkich niekorzystnych wydarzeń, które w tej gospodarce zachodzą. Faktem jest, iż dużo łatwiej krytykować niepowodzenia, niż dostrzegać i chwalić osiągnięcia. Było ich również niemało:

- stworzone zostały podstawy prawne dotyczące zagadnień związanych z papierami wartościowymi i obrotem nimi;
- powołano Komisję Papierów Wartościowych, Giełdę Papierów Wartościowych oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych;
- ustanowiono reguły działania biur maklerskich oraz maklerów i doradców inwestycyjnych;
- pojawili się polscy inwestorzy instytucjonalni, czyli fundusze powiernicze;
- stworzono pewny, przejrzysty i bezpieczny system obrotu papierami wartościowymi;
- wykreowano regulowany rynek pozagiełdowy;
- stworzono firmom możliwość wyboru źródła finansowania (dotąd najpowszechniej wykorzystywanym źródłem był kredyt bankowy), inwestorom zaś kolejną możliwość lokowania pieniędzy.

W świetle tych dokonań trudno nie przyznać, że w ostatecznym rozrachunku pozytywne aspekty rozwoju polskiego rynku kapitałowego górują nad negatywnymi. Polski rynek kapitałowy nie zanotował żadnej dramatycznej zapaści, jego rozwój przebiega powoli, ale stabilnie, natomiast jego rola w gospodarce również powoli, lecz systematycznie rośnie. Ocena całokształtu wydarzeń, dzięki którym rynek kapitałowy osiągnął obecny stopień rozwoju, nie jest jednak łatwym zadaniem. Ten sam fakt może być postrzegany jako

pozytywny i negatywny zarazem. Przykładowo, ustanowienie ostrego nadzoru nad rozwijającym się rynkiem z jednej strony przyczyniło się do zachowania bezpieczeństwa i przejrzystości zawieranych na nim transakcji, z drugiej zaś do ograniczenia liczby działających podmiotów, które były w stanie owe ostre rygory wypełniać (dotyczy to zarówno instytucji działających po stronie organizacyjnej, jak i uczestników rynku). Ocena polskiego rynku kapitałowego zależy w dużej mierze od ogólnych preferencji oceniającego, oddających jego stosunek do szeroko pojętej ingerencji państwa w procesy zachodzące w gospodarce. Wydaje się, że na samodzielny i spontaniczny rozwój rynku kapitałowego w realiach polskiej gospodarki początku lat dziewięćdziesiątych po prostu zabrakłoby czasu, toteż potrzebne było stworzenie administracyjnych ram umożliwiających jego działanie. Jednak w chwili obecnej, kiedy ramy te już są i rynek działa całkiem sprawnie, należałoby zostawić mu nieco swobody, by ograniczenia, które niegdyś wspomagały jego rozwój, nie stały się teraz elementem hamującym ten rozwój.

ROZDZIAŁ II

PRZEKSZTAŁCENIA WŁASNOŚCIOWE W POLSCE

Podstawą funkcjonowania rozwiniętej gospodarki wolnorynkowej jest prywatna własność środków produkcji. Nie oznacza to jednak, że w gospodarce takiej nie działają przedsiębiorstwa państwowe. Nad niektórymi dziedzinami życia gospodarczego państwo pragnie zachować kontrolę. Należą do nich np. świadczenie usług pocztowych i transportowych, wytwarzanie energii elektrycznej itp. Rozmiar sektora państwowego nie jest wielkością stałą we wszystkich państwach wysoko rozwiniętych. Zależy on od polityki gospodarczej realizowanej przez rządy tych krajów i podlega czasami znacznym wahaniom. Odmienna sytuacja występowała w krajach postsocjalistycznych, w których przez prawie pół wieku działała gospodarka rozdzielczo-nakazowa. Jej cechą charakterystyczną była praktycznie pełna kontrola państwa nad wszelkimi zachodzącymi procesami gospodarczymi. Sektor prywatny w tych krajach istniał w formie szczątkowej i nie wywierał większego wpływu na życie gospodarcze. Przemiany polityczno-ekonomiczne, które się tam rozpoczęły pod koniec lat osiemdziesiątych oznaczały początek reform, zmierzających do przekształcenia gospodarek centralnie sterowanych w wolnorynkowe. Jednym z najistotniejszych procesów wówczas rozpoczętych był (i nadal jest) proces prywatyzacji. Budowa silnego sektora prywatnego ma fundamentalne znaczenie dla całej gospodarki, w tym również dla powstania i rozwoju rynku kapitałowego. Można zaryzykować twierdzenie, że rozwój rynku kapitałowego zależy w bezpośrednim stopniu od potencjału sektora prywatnego, istniejącego w gospodarce danego kraju. Polski sektor prywatny dopiero się formuje. Proces ten realizowany jest dwoma drogami: powstawania nowych prywatnych firm i przekształceń własnościowych przebiegających w przedsiębiorstwach państwowych¹. Z punktu widzenia budowy i rozwoju rynku kapitałowego decydującą rolę (na razie) odgrywa prywatyzacja polegająca na „odpaństwowianiu” działających podmiotów, innymi słowy rzecz ujmując – prowadząca do przekazania własności państwowej w prywatne ręce. Zadaniem niniejszego rozdziału jest przybliżenie

¹ Reprywatyzacja przyczynia się w bardzo niewielkim stopniu do budowy sektora prywatnego.

procesu przemian własnościowych zachodzących w Polsce w tym właśnie aspekcie, prywatyzacji rozumianej jako denacjonalizacja – wycofywanie się państwa z działalności gospodarczej na rzecz sektora prywatnego.

1. Przesłanki i cele prywatyzacji

Pojęcie „prywatyzacja” jest stosunkowo nowe – po raz pierwszy pojawiło się w roku 1983. Prywatyzację określano wówczas jako „czynić prywatnym, a szczególnie zmieniać kontrolę nad działalnością gospodarczą lub produkcyjną, albo też zmieniać własność ze społecznej na prywatną”². Ze względu na duży stopień uogólnienia tak przyjętej definicji zaczęto poszukiwać dokładniejszego określenia terminu „prywatyzacja”. Okazało się jednak, że zadanie to było znacznie trudniejsze, niż początkowo sądzono.

W chwili obecnej funkcjonuje bardzo wiele różnych sformułowań, które przynajmniej teoretycznie definiują to samo zjawisko – prywatyzację. Rozbieżności te są pewnym problemem, gdyż nieścisłości występujące już na etapie precyzowania aparatu pojęciowego mogą mieć wpływ na uzyskiwanie różnych wyników przez osoby badające w założeniu te same procesy.

1.1. Prywatyzacja – zakres pojęciowy terminu

Istnieją dwie główne grupy definicji dotyczących prywatyzacji. Pierwsza z nich zawiera określenia przedstawiające prywatyzację w tzw. „szerokim” ujęciu – prywatyzacja dotyczy w nich całokształtu procesów gospodarczych. Przykładem tego typu ujęcia jest definicja sformułowana przez Macieja Bałtowskiego i Mariusza Świetlickiego, zgodnie z którą prywatyzacja „w znaczeniu szerokim (strukturalnym) to różne techniki i działania mające na celu zmianę struktury własności w danym kraju na korzyść własności prywatnej i w konsekwencji zwiększenie roli rynku i konkurencji”³. Drugie, tzw. „wąskie ujęcie” dotyczy wyłącznie przemian własnościowych w przedsiębiorstwach państwowych.

„Szeroko” definiuje prywatyzację Emanuel S. Savas, określając ją jako „pojęcie dynamiczne, oznaczające przechodzenie od rozwiązań z silnym

² E.S. Savas, *Prywatyzacja. Klucz do lepszego rządzenia*, PWE, Warszawa 1992, s. 10.

³ M. Bałtowski, M. Świetlicki, *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych*, Norbertinum, Lublin 1995, s. 40. Autorzy prezentują również wąskie ujęcie prywatyzacji – jest to sprzedaż (udostępnianie) co najmniej większości wartości (majątku) określonego przedsiębiorstwa państwowego jednemu bądź większej liczbie prywatnych właścicieli.

zaangażowaniem państwa w stronę rozwiązań o słabszym zaangażowaniu; oznacza to przechodzenie do rozwiązań, w których sektor prywatny odgrywa dominującą rolę”⁴.

Rozróżnienia procesów prywatyzacji dokonuje również Leszek Balcerowicz⁵, wyraźnie oddzielając szerokie i wąskie ujęcie procesów przekształceń własnościowych: szerokie ujęcie prywatyzacji gospodarki – „w sensie zwiększania się absolutnych rozmiarów udziału i jakości definiowanego sektora prywatnego w całej gospodarce” oraz wąskie ujęcie prywatyzacji – „rozumianej jako przesuwanie czy to przedsiębiorstw państwowych czy ich majątków właśnie do sektora prywatnego”. Oczywiście tak definiowana wąska prywatyzacja jest częścią składową prywatyzacji szerokiej.

Powyższe zestawienie dowodzi, iż precyzyjne i jednoznaczne zdefiniowanie terminu „prywatyzacja” jest praktycznie niemożliwe. W zależności od otoczenia gospodarczego lub kulturowego, przyjętych kryteriów badania określonego zjawiska, czy też po prostu subiektywnej oceny badającego, możliwe jest skonstruowanie wielu definicji prywatyzacji, z których większość będzie poprawna. Ze względu na specyfikę sytuacji ekonomiczno-politycznej, w krajach postsocjalistycznych pod pojęciem prywatyzacji rozumie się zwykle zmianę formy własności przedsiębiorstwa z państwowej na prywatną, rzadko natomiast uwzględnia się takie elementy, jak liberalizacja prawa czy proces autonomicznego powstawania i rozwoju firm prywatnych.

Dla celów pracy, wynikających w sposób bezpośredni z przyjętego tematu rozważań⁶, najbardziej użyteczna jest definicja zawarta w akcie prawnym wyznaczającym zakres działań prywatyzacyjnych w Polsce (obowiązującym do kwietnia 1997 r.), która precyzuje zagadnienia związane ze zmianą formy własności przedsiębiorstw – z państwowej na prywatną.

„Prywatyzacja przedsiębiorstwa państwowego polega na udostępnieniu osobom trzecim akcji lub udziałów w spółkach z wyłącznym udziałem skarbu państwa, powstałym z przekształcenia przedsiębiorstwa, na udostępnieniu osobom trzecim mienia przedsiębiorstwa lub sprzedaży przedsiębiorstwa [...]”⁷.

⁴ E.S. Savas, *Prywatyzacja...*, s. 98.

⁵ L. Balcerowicz, *Determinanty i kierunki prywatyzacji w Polsce: próba przeglądu zagadnień*, s. 3-4, [w:] J.W. Bossak (red.), *Prywatyzacja w Polsce. Szanse i zagrożenia*, SGH, Warszawa 1994.

⁶ W kręgu zainteresowań autorki znajdują się procesy prywatyzacji sektora produkcyjnego oraz sektora usług finansowych polskiej gospodarki, gdyż przemiany własnościowe realizowane właśnie w tych dwóch sektorach mają decydujący wpływ na rozwój rynku kapitałowego. Z tego powodu w pracy zostaną pominięte procesy przekształceń własnościowych w sektorze komunalnym, rolnym itd., a także procesy autonomicznego powstawania firm prywatnych.

⁷ *Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dnia 13 lipca 1990 r.*, Dz.U. 1990, nr 51, poz. 298, rozdz. 1, art. 1.

Podobnie została zdefiniowana prywatyzacja w nowym prawie prywatyzacyjnym, określonym ustawą o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych⁸. Prywatyzacja, w rozumieniu tejże ustawy, polega na:

1) zbywaniu należących do skarbu państwa akcji lub udziałów spółek powstałych w wyniku komercjalizacji;

2) rozporządzaniu wszystkimi składnikami materialnymi i niematerialnymi majątku przedsiębiorstwa państwowego lub spółki powstałej w wyniku komercjalizacji na zasadach określonych ustawą przez: sprzedaż przedsiębiorstwa, wniesienie przedsiębiorstwa do spółki lub oddanie przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania.

Przyjęcie tej definicji nie oznacza, że inne procesy prywatyzacyjne zachodzące w gospodarce nie mają wpływu na rozwój rynku kapitałowego. Stanowią one bardzo istotny element, gdyż rynek kapitałowy i jego instytucje funkcjonują w konkretnym otoczeniu ekonomicznym, tak więc jakość tego otoczenia jest dla procesów budowy, a następnie rozwoju rynku kapitałowego, zagadnieniem wielkiej wagi. Rozpatrując jednak związek prywatyzacji z rynkiem kapitałowym w aspekcie ilościowym, nie jakościowym, trudno nie zauważyć, że to właśnie prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych była jednym z najważniejszych czynników sprawczych powstania polskiego rynku kapitałowego.

1.2. Cele prywatyzacji

Każdemu podejmowanemu działaniu przyświecają zwykle bardziej lub mniej precyzyjnie określone cele. Analizując efekty można odczytać przesłanki (jeśli realizacja zamierzenia zakończyła się sukcesem), które zmobilizowały dane podmioty do podjęcia określonej działalności. Podobnie analizując cele, jakie wytyczają rządy decydujące się na zwiększenie roli sektora prywatnego w gospodarce, można zwykle odgadnąć powody, które skłoniły je do zmiany dotychczas prowadzonej polityki⁹.

Cele prywatyzacji, podobnie jak sama prywatyzacja, także są definiowane w różny sposób przez poszczególnych autorów. Najczęściej wymieniane są makroekonomiczne cele prywatyzacji, ujmowane z punktu widzenia interesów państwa.

⁸ Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dnia 30 sierpnia 1996 r., Dz.U. 1996, nr 118, dział I, art. 1. Przepisy tej ustawy obowiązują od 8 kwietnia 1997 r., choć część z nich weszła w życie tuż po uchwaleniu ustawy.

⁹ W zasadzie można by polemizować, czy jest zasadne stawianie w jednym rzędzie celów, jakie zamierzały osiągnąć kraje wysoko rozwinięte, decydując się na zwiększenie udziału sektora prywatnego w swych w miarę stabilnych gospodarkach, o już wypracowanych rynkowych mechanizmach działania, oraz dążeń krajów postkomunistycznych, dla których prywatyzacja była/jest jednym z elementów całkowitej przebudowy zasad funkcjonowania gospodarczego kraju.

Emanuel S. Savas¹⁰ wyszczególnia 10 grup celów, nie systematyzując ich w żaden sposób:

- zmniejszenie roli państwa w gospodarce,
- stworzenie efektywnego i elastycznego sektora prywatnego,
- zmniejszenie wydatków rządowych,
- zwiększenie dochodów rządu,
- wzrost efektywności przedsiębiorstw,
- podniesienie jakości dóbr i usług,
- decentralizacja gospodarki i rozszerzenie grupy właścicieli jej zasobów,
- przyciąganie nowych inwestycji, wspieranie nowych przedsięwzięć,
- sprostanie oczekiwaniom zagranicznych kredytodawców.

Ewa Brozi¹¹ wyróżnia dwie grupy celów prywatyzacji: ekonomiczne i społeczno-polityczne. Do celów społeczno-politycznych zalicza ona:

- zmniejszenie zaangażowania państwa w zarządzanie przedsiębiorstwami;
- eliminację ingerencji instytucji ideologiczno-politycznych w funkcjonowanie przedsiębiorstw;
- zmianę struktury własnościowej w gospodarce;
- budowę podmiotowości ekonomicznej obywateli przez upowszechnienie własności;
- wyzwolenie oddolnej przedsiębiorczości i innowacyjności wśród załóg zakładów;
- powstanie klasy średniej, fundamentu demokracji.

Natomiast cele ekonomiczne to:

- stworzenie warunków do powstania i rozwoju rynku kapitałowego,
- zasilanie budżetu państwa wpływami ze sprzedaży majątku i podatków,
- zmniejszenie zadłużenia zagranicznego,
- demonopolizacja przedsiębiorstw i poddanie ich działaniu rynku,
- proefektywnościowa redystrybucja dochodów i majątku,
- pozyskanie zagranicznego kapitału inwestycyjnego wraz z *know-how*.

Zaprezentowane zestawienia wskazują, iż ostatecznym celem podejmowanych przez państwo działań prywatyzacyjnych jest przede wszystkim zwiększenie efektywności funkcjonowania gospodarki. Nie jest to zaskoczeniem – państwo nie wyzbywałoby się przecież sprawnie i efektywnie zarządzanego majątku. Można zaryzykować twierdzenie, że znakomita większość pozostałych celów towarzyszy niejako temu właśnie celowi, występując bądź równolegle, bądź jako następstwo realizowanej prywatyzacji.

¹⁰ E.S. Savas, *Prywatyzacja...*, s. 333.

¹¹ E. Brozi, *Drogi i bariery prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1993, s. 32–33.

Analizując zasadność przeprowadzania prywatyzacji z punktu widzenia samego przedsiębiorstwa, można wyróżnić następujące pozytywne przekształcenia własnościowych¹²:

- przyciągnięcie nowych inwestycji;
- restrukturyzacja przedsiębiorstwa;
- wprowadzenie nowych metod zarządzania;
- wprowadzenie nowej techniki i nowych produktów;
- podniesienie efektywności, jakości, racjonalności przedsiębiorstwa;
- wejście przedsiębiorstwa na nowe rynki.

Syntetyczne zestawienie celów prywatyzacji realizowanej w Polsce zostało dokonane w *Raporcie o przekształceniach własnościowych w roku 1994*¹³. Stwierdza się tam, iż do głównych zadań prywatyzacji należy zaliczyć m.in.:

- modyfikację struktur podmiotowych, produktowych i przestrzennych w gospodarce;
- zaangażowanie w procesy prywatyzacyjne jak największej części polskiego społeczeństwa;
- rozwój instytucji rynku finansowego i tworzenie warunków dla funkcjonowania grup kapitałowych;
- przyciąganie bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz stworzenie warunków do przyszłej integracji ekonomicznej z różnymi organizacjami europejskimi;
- zasilenie budżetu państwa.

Porównując zaprezentowane stanowiska, trudno nie zauważyć, iż mają one bardzo wiele punktów wspólnych. Jak już wspomniano, przewodni cel prywatyzacji jest zwykle ten sam: zwiększenie efektywności gospodarowania poprzez dokonywanie optymalnej alokacji zasobów w gospodarce, co umożliwia rynkowy mechanizm realizowania tejże alokacji (sprawność funkcjonowania mechanizmów rynkowych jest natomiast uzależniona od wielkości i przedsiębiorczości własności prywatnej w gospodarce). Jednak w kwestiach społeczno-politycznych widać już pewne różnice w postrzeganiu zadań prywatyzacji realizowanej w krajach kapitalistycznych i postsocjalistycznych. W tych ostatnich problem prywatyzacji wiąże się z delikatną materią tzw. „sprawiedliwości społecznej” i zadośćuczynienia za lata „wyzysku” w imię urzeczywistniania abstrakcyjnych celów demokracji ludowej. Budowa gospodarki rynkowej przebiega tu praktycznie od podstaw, wywołując niekiedy wrogi nastawienie części społeczeństwa, której oczekiwania nie zostały spełnione. Jest to operacja na skalę dotychczas nie spotykaną, często towarzyszą jej emocje i niechęć do działań prowadzonych przez rząd. W krajach gospodarki rynkowej sytuacja wygląda zupełnie inaczej – tam sektor prywatny ma stałą i ugruntowaną pozycję, natomiast działania

¹² E.S. Savas, *Prywatyzacja...*, s. 334.

¹³ *Raport o przekształceniach własnościowych w 1994 roku*, MPW, Warszawa 1995, s. 15.

prywatyzacyjne podejmowane przez rządy tych krajów są konsekwencją deklaracji programowych partii, które właśnie sprawują władzę.

Należy jednak wspomnieć o fakcie pozornie oczywistym, który być może z racji swej „oczywistości” jest często pomijany. Praktycznie każdy z wymienionych autorów jako cel nadrzędny prywatyzacji wskazuje wolę podniesienia efektywności wykorzystania istniejących zasobów. Tymczasem wzrost udziału sektora prywatnego w gospodarce nie jest bynajmniej gwarancją wzrostu jej efektywności. Prywatna firma, działająca w chroniącym ją otoczeniu, będzie prawdopodobnie równie mało wydajna, jak nie obawiające się bankructwa przedsiębiorstwo państwowe. Nie wystarczy więc sprywatyzować, trzeba jeszcze firmę umieścić w środowisku, w którym będzie odczuwała nieustanną presję wywieraną przez konkurencję i tym samym zostanie zmuszona do podjęcia walki o przetrwanie. Bardzo zdecydowanie w tej kwestii wypowiada się David Begg: „[...] nie ma gwarancji, że zarząd spółki prywatnej będzie działał efektywnie, o ile nie podlega on naciskowi efektywnej konkurencji i nie grożą mu albo inni konkurenci, albo twardy i czujny organ nadzorczy. Jeżeli firma prywatna jest bardzo duża, co sprawia, że nie przejmuje się specjalnie krajowymi konkurentami, a ponadto działa w sektorze chronionym przed importem i zagraniczną konkurencją, to prawdopodobnie będzie to dość ośpały monopolista, o ile nie ma nadzorców, z którymi musi się liczyć”¹⁴.

2. Prywatyzacja polskich przedsiębiorstw państwowych

2.1. Przedsiębiorstwa przed rokiem 1989

Druga wojna światowa przyniosła Polsce dotkliwe zniszczenie jej zasobów¹⁵. W wyniku nowego podziału stref wpływów na świecie Polska dostała się w obszar oddziaływania ZSRR. Oznaczało to całkowitą zmianę sytuacji gospodarczo-politycznej naszego kraju. Wprowadzanie nowego ustroju zapoczątkowały, decydujące o kształcie polskiej gospodarki, reformy: rolna, nacjonalizacja przemysłu, likwidacja prywatnej bankowości i prywatnego handlu. Nacjonalizacja przemysłu, wprowadzona ustawą z 3 stycznia 1946 r., praktycznie oznaczała koniec działalności sektora prywatnego w gospodarce (prywatne banki nie zostały ze względów praktycznych znacjonalizowane, lecz zlikwidowane)¹⁶. Teoretycznie miał on możliwość istnienia, lecz w rze-

¹⁴ D. Begg, *Ekonomia*, PWE, Warszawa 1994, t. 1, s. 532.

¹⁵ Szacuje się, że w wyniku działań wojennych podczas drugiej wojny światowej majątek narodowy uległ zniszczeniu w ok. 40%. Dla porównania – podczas pierwszej wojny światowej – w ok. 10%.

¹⁶ Ustawa z dnia 3 stycznia 1946 r. o przejęciu na własność państwa podstawowych gałęzi gospodarki narodowej, Dz.U.R.P. 1946, nr 3, poz. 17.

czywistości prywatni przedsiębiorcy narażeni byli na różne formy represji ekonomicznych (bardzo wysokie podatki i opłaty) oraz politycznych (umieszczanie w obozach pracy lub w więzieniach za popełnienie domniemyanych wykroczeń). Tym sposobem państwo zyskało praktycznie monopol na produkcję przemysłową. Nastąpił okres przyspieszonej industrializacji, która miała przekształcić Polskę w kraj przemysłowo-rolny. Doceniając fakt, iż stopniowo dokonywano zmiany profilu gospodarczego Polski, nie należy jednocześnie zapominać, że poniesione ogólnonarodowe koszty tych przemian były niewspółmierne do uzyskanych efektów. Spuścizna po PRL została obciążona wieloma wadami, w tym następującymi w samym sektorze przemysłowym:

- 1) zachwiane proporcje rozwoju sektora przemysłowego – przewaga gałęzi wytwarzających dobra inwestycyjne nad tworzącymi dobra konsumpcyjne;
- 2) „megamania” – kult wielkich przedsiębiorstw;
- 3) uwarunkowana systemowo nieefektywność produkcji;
- 4) aspekt społeczny – zniszczenie etosu pracy, akceptacja bezrobocia utajonego;
- 5) zacofanie techniczne;
- 6) degradacja środowiska naturalnego;
- 7) powszechne marnotrawstwo wspólnego, a więc niczyjego, majątku;
- 8) wynikające z ciągłego prymatu polityki nad gospodarką błędne pojmowanie roli przedsiębiorstwa w systemie gospodarczym kraju;
- 9) niska jakość wytwarzanych dóbr i oferowanych usług.

Na koniec grudnia 1990 r. w Polsce istniało 8441 przedsiębiorstw państwowych, w których zatrudnione było 85,9% ogółu pracujących (bez rolnictwa).

2.2. Przełom roku 1989. Prawne podstawy procesu przekształceń własnościowych w sektorze przedsiębiorstw państwowych

Przebudowa systemowa sektora przemysłowego była jedną z wielu kwestii, przed jaką stanęła Polska po wygraniu wyborów parlamentarnych przez ugrupowania proreformatorskie w czerwcu 1989 r. Zmiana modelu nakazowo-rozdzielczego, funkcjonującego nie tylko w sektorze przemysłowym, ale w większości działów gospodarki, wymagała dokonania wielu reform, m.in. dotyczących¹⁷:

¹⁷ M. Bednarczyk, J. Targalski, *Uwagi o zmianach własnościowych w gospodarce polskiej*, [w:] J. Czekaj (red.), *Transformacja systemu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, PWN, Warszawa 1993, s. 85–86.

1) wprowadzenia równych praw do tworzenia i działania podmiotów gospodarczych, niezależnie od ich statusu prawnego;

2) zmiany struktury własnościowej gospodarki oznaczającej wzrost udziału sektora prywatnego poprzez: swobodę tworzenia nowych przedsiębiorstw, reprivatyzację majątku przejętego niegdyś przez państwo, prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, umożliwienie tworzenia przedsiębiorstw zagranicznych, *joint ventures* i organizacji mieszanych;

3) wprowadzenia mechanizmów gospodarki rynkowej (cen określanych przez rynek; dokonanie demonopolizacji; wyeliminowanie, z nielicznymi wyjątkami, ulg podatkowych i dotacji budżetowych);

4) zmian w sektorze finansowym i bankowym;

5) przeciwdziałania bezrobociu;

6) zwiększenia samodzielności istniejących przedsiębiorstw państwowych.

W programie gospodarczym, opracowanym pod kierownictwem Leszka Balcerowicza, problematyce przekształceń własnościowych poświęcono wiele uwagi. Założono, iż już w roku 1989 (w fazie stabilizacji gospodarki) zostanie podjęta sprzedaż niektórych rzeczowych składników mienia państwowego w formie aukcyjnej. Proces właściwych zmian miał polegać na wprowadzaniu, wypróbowanych przez rozwinięte kraje zachodnie, instytucji gospodarki rynkowej. W związku z tym założono zapoczątkowanie przekształceń własnościowych oraz zwiększenie samodzielności przedsiębiorstw państwowych.

Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych została uchwalona 13 lipca 1990 r., natomiast weszła w życie 1 sierpnia 1990 r. Dokument ten składał się z pięciu rozdziałów. Pierwszy zawierał definicję prywatyzacji przedsiębiorstwa państwowego oraz przepisy kompetencyjne dla Sejmu i Rady Ministrów, dotyczące ustalania kierunków prywatyzacji sektora państwowego.

Rozdział drugi ustalał zasady i tryb przekształcania przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki skarbu państwa oraz zawierał przepisy dla tychże spółek. Dotyczył zatem okresu przejściowego, od momentu przekształcenia przedsiębiorstwa w spółkę (wpisanie spółki do rejestru handlowego) do chwili rozpoczęcia udostępniania akcji (udziałów) osobom trzecim. Przepisy te zawierały pewne wyjątki od postanowień kodeksu handlowego.

Rozdział trzeci stanowił właściwe „prawo prywatyzacyjne”. Uregulowano w nim zasady nabywania akcji i udziałów oraz obejmowania akcji i udziałów przez osoby trzecie.

Rozdział czwarty regulował metody przekształceń, mające zastosowanie przede wszystkim do małych przedsiębiorstw, tj. likwidację w celu sprzedaży, wniesienie do spółki lub oddanie mienia do odpłatnego korzystania. Piąty rozdział zawierał klauzule końcowe.

Przepisy dotyczące inwestycji zagranicznych w Polsce zostały uregulowane w odrębnej ustawie¹⁸.

W toku działań prywatyzacyjnych podejmowanych zgodnie z przepisami ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z lipca 1990 r. okazało się, że brak w niej uregulowań wielu istotnych kwestii. Podjęte zostały prace nad nową ustawą prywatyzacyjną. W rezultacie 30 sierpnia 1996 r. Sejm uchwalił ustawę o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych¹⁹, która pierwotnie miała wejść w życie 7 stycznia 1997 r. Jednak ze względu na pewne nieścisłości, które ujawniły się już po uchwaleniu ustawy, termin ten uległ przesunięciu. Ostatecznie wymieniona ustawa zaczęła obowiązywać 8 kwietnia 1997 r. Regulacje w niej zawarte dotyczą nie tylko samej prywatyzacji, ale również komercjalizacji (przekształcenie przedsiębiorstwa państwowego w spółkę prawa handlowego). Z punktu widzenia niniejszej rozprawy kluczowe znaczenie należy jednak przypisać ustawie prywatyzacyjnej z 1990 r. Wszystkie przemiany własnościowe mające miejsce w latach 1990–1996, które stanowią materiał badawczy w pracy, realizowane były bowiem właśnie na podstawie tej ustawy.

Należałoby wspomnieć jeszcze o dwóch ustawach mających wpływ na procesy prywatyzacji. Pierwsza, o bardzo dużym znaczeniu, to uchwalona 30 kwietnia 1993 r. ustawa o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji. Druga, o mniejszym zasięgu, wytyczająca jednakże nową ścieżkę prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, jest ustawa z 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz zmianie niektórych ustaw.

2.3. Drogi i metody realizowania przemian własnościowych

Ustawa z 13 lipca 1990 r. przewidywała dwie podstawowe drogi przekształcania przedsiębiorstw państwowych:

- 1) prywatyzację polegającą na przekształceniu przedsiębiorstwa państwowego w spółkę kapitałową i udostępnieniu akcji lub udziałów osobom trzecim – ten rodzaj prywatyzacji bywa określany mianem „kapitałowej” czy też „pośredniej”;
- 2) prywatyzację polegającą na likwidacji przedsiębiorstwa państwowego w celu zadysponowania jego aktywami, nazywaną również „likwidacyjną” lub „bezpośrednią”.

¹⁸ Ustawa o spółkach z udziałem zagranicznym z dnia 14 czerwca 1991 r., Dz.U. 1991, nr 27, poz. 253. Jej ostatnia nowelizacja nastąpiła 29 marca 1996 r. Zmodyfikowana ustawa obowiązuje od 4 maja 1996 r.

¹⁹ Dz.U. 1996, nr 118.

Przepisy ustawy nie obejmowały więc wszystkich form prywatyzacji – zwłaszcza tych, które wcześniej miały ukształtowane podstawy prawne. Należały do nich:

1. Transfer majątku przedsiębiorstwa państwowego w ręce podmiotów prywatnych, bez położenia kresu istnienia przedsiębiorstwa. Podstawą prawną tego działania jest ustawa o przedsiębiorstwach państwowych (p.p.) z 25 września 1981 r., zgodnie z którą przedsiębiorstwo może swobodnie dysponować swym majątkiem.

2. Zmiany organizacyjne w przedsiębiorstwie bez przejęcia jego majątku przez osoby trzecie, typu łączenie czy likwidacja przedsiębiorstwa – działania te mogą być podejmowane z myślą o przyszłej prywatyzacji, choć prywatyzacją nie są.

3. Upadłość przedsiębiorstwa państwowego – na podstawie postępowania upadłościowego, regulowanego rozporządzeniem Prezydenta RP z 24 października 1934 r. Procedura ta wymaga przeprowadzania odrębnego postępowania sądowego i z tego względu rzadko jest stosowana. W praktyce stosuje się postępowanie likwidacyjne przeprowadzane ze względu na zły stan przedsiębiorstwa, zastępujące sądowe postępowanie upadłościowe.

4. Likwidacja przedsiębiorstwa państwowego – przeprowadzana w trybie art. 19 ustawy o p.p. (dotyczy zwykle przedsiębiorstw będących w złej sytuacji ekonomicznej).

5. Zamiana wierzytelności na udziały lub akcje przedsiębiorstw państwowych zadłużonych w bankach – realizowana na podstawie postanowień uchwalonej przez Sejm 3 lutego 1993 r. ustawy o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków.

2.3.1. Prywatyzacja kapitałowa

Zgodnie z intencją ustawodawcy, prywatyzacja kapitałowa miała stać się dominującą formą przekształceń własnościowych w przedsiębiorstwach państwowych. Z tą ścieżką prywatyzacji wiązano duże nadzieje. Przede wszystkim liczone, iż przyczyni się ona do powstania i rozwoju rynku kapitałowego. Ponadto prywatyzacja kapitałowa miała dostarczyć do budżetu państwa konkretnych dochodów, potrzebnych do częściowego przynajmniej zmniejszenia jego deficytu.

„Ścieżka kapitałowa” została zaprojektowana dla dużych i dobrze prosperujących przedsiębiorstw. Określono tzw. kryteria pozytywne wyboru tychże przedsiębiorstw do prywatyzacji realizowanej na drodze kapitałowej²⁰:

²⁰ J. Kwaśniewski (red.), *Vademecum prywatyzacji*, Poltex, Warszawa 1991, s. 26–27.

- dobra kadra kierownicza, posiadająca poparcie załogi i jasną strategię rozwoju;
- niska koncentracja w branży lub duża konkurencja zagraniczna;
- wyniki finansowe wskazujące na dochodowość powyżej przeciętnej w branży;
- niewielkie zaangażowanie inwestycyjne;
- niewielkie zanieczyszczenie środowiska naturalnego;
- duży eksport do krajów wysoko rozwiniętych;
- niewielka integracja pionowa produkcji;
- kapitałochłonny profil produkcji;
- zainteresowanie inwestorów, np. zagranicznych;
- klarowna sytuacja prawna;
- znany znak firmowy.

Pośród pięciu rozdziałów ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych dwa poświęcone zostały prywatyzacji kapitałowej.

Rozdział drugi – *Przekształcenie przedsiębiorstwa państwowego w spółkę*, precyzował warunki, które musiały zostać spełnione, aby przedsiębiorstwo państwowe stało się jednoosobową spółką skarbu państwa²¹ (pierwszy etap prywatyzacji kapitałowej). Działalność nowo powstałej spółki opierała się na postanowieniach kodeksu handlowego.

W ustawie została przyjęta zasada „pełnej transformacji” – powstanie spółki nie oznaczało więc powstania nowego podmiotu prawa, a jedynie zmianę kształtu prawnego podmiotu już funkcjonującego. W związku z tym spółka przejmowała wszystkie prawa i obowiązki przekształconego przedsiębiorstwa oraz pozostawała jednoosobową spółką skarbu państwa do chwili udostępnienia akcji osobom trzecim. Wykreślenie przedsiębiorstwa z rejestru przedsiębiorstw państwowych następowało z chwilą wpisania spółki do rejestru handlowego.

Rozdział trzeci – *Udostępnianie akcji osobom trzecim*, określał warunki zbywania akcji jednoosobowych spółek skarbu państwa. Artykuł 19 mówił, iż „[...] Udostępnienie wszystkich akcji powinno nastąpić w ciągu dwóch lat od wpisania spółki do rejestru handlowego, chyba że Rada Ministrów ustali dłuższy termin”. Należy tu dodać, że przepis ten nie był przestrzegany i pozostało wiele spółek skarbu państwa, od lat tkwiących w tzw. „zamrażarce”.

Akcje spółek skarbu państwa mogły być zbywane, zgodnie z ustawą z 1990 r., trzema drogami:

²¹ Przekształcenie przedsiębiorstwa państwowego w jednoosobową spółkę skarbu państwa, działającą zgodnie z przepisami kodeksu handlowego, zwane jest komercjalizacją.

- 1) w drodze przetargu²²,
- 2) na podstawie oferty ogłoszonej publicznie,
- 3) w wyniku rokowań podjętych na podstawie publicznego zaproszenia.

Zatem aby mógł się rozpocząć proces prywatyzacji realizowany na podstawie tzw. ścieżki kapitałowej, zostały określone w drodze odrębnych regulacji prawnych warunki inwestowania (a więc zarówno tworzenia nowych spółek, jak i wchodzenia do już istniejących) przez podmioty zagraniczne²³, a także zasady funkcjonowania publicznego obrotu papierami wartościowymi.

Zgodnie z nowym prawem prywatyzacyjnym – ustawą o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, pierwszym etapem prywatyzacji kapitałowej jest także unormowana ustawowo komercjalizacja, następnie zaś proces zbywania akcji spółek skarbu państwa przebiega podobnie jak w ustawie z roku 1990.

Plasowanie akcji (udziały nie funkcjonują w publicznym obrocie) sprywatyzowanych przedsiębiorstw na rynku może się odbywać na różne sposoby.

Przede wszystkim należy określić, czy jednoosobowa spółka skarbu państwa zostanie sprywatyzowana w drodze przeniesienia na osoby trzecie praw z istniejących już akcji tejże spółki, czy też poprzez emisję nowych akcji i podniesienie kapitału akcyjnego (pierwsze rozwiązanie jest korzystne dla skarbu państwa, drugie dla spółki). W przypadku realizowanych dotąd prywatyzacji powszechnie stosowane było rozwiązanie pierwsze. Następnie, uwzględniając zarówno czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne przedsiębiorstwa, należy zdecydować o formie lokowania akcji na rynku. Ogólnie rzecz biorąc, może to być sprzedaż akcji:

1. Publiczna (*public sale*) – akcje udostępniane są wszystkim obywatelom i zwykle wchodzi do publicznego obrotu poprzez giełdę papierów wartościowych (może być to też regulowany rynek pozagiełdowy).

2. Prywatna (*private sale*) – oferowanie akcji inwestorom instytucjonalnym:

a) pasywnym (*private placement*) – oferowanie pakietu akcji inwestorom instytucjonalnym, dla których jest to forma lokaty kapitału, nie zamierzającym ingerować w sprawy przedsiębiorstwa; ta forma sprzedaży często jest częścią publicznej sprzedaży akcji;

b) aktywnym (*trade sale*) – sprzedaż inwestorom, którzy zwykle przejmują sprawy związane z zarządzaniem przedsiębiorstwem²⁴.

3. Wykup przedsiębiorstwa (*buy-out*):

a) menedżerski – zwykły lub wspomagany (kredytem),

b) pracowniczy – zwykły lub wspomagany (kredytem).

²² Ścieżka wykorzystywania przetargów w prywatyzacji kapitałowej została uruchomiona dopiero w roku 1996.

²³ Wspomniana już ustawa o spółkach z udziałem zagranicznym z 14 czerwca 1991 r.

²⁴ J. Kwaśniewski (red.), *Vademecum prywatyzacji*, s. 16–20.

W Polsce prywatyzacja kapitałowa realizowana jest przede wszystkim w drodze oferty publicznej lub też sprzedaży pakietu akcji inwestorowi aktywnemu. Należy tu nadmienić, iż w ostatnich latach zmieniła się polityka MPW (obecnie MSP) wobec tych ostatnich. O ile pierwotnie przywiązywano największą wagę do proponowanej ceny za akcję oraz warunków płatności, obecnie nie mniej istotne są propozycje potencjalnego inwestora zawarte w dwóch pakietach: socjalnym (zobowiązania wobec pracowników) oraz środowiskowym (dotyczącym problemów ochrony środowiska).

Prywatyzacja kapitałowa, choć przyczyniła się w znaczący sposób do powstania polskiego rynku kapitałowego, nie do końca spełniła pokładane w niej nadzieje. Należy przypomnieć, iż mówiąc o rynku kapitałowym funkcjonującym w latach 1991–1996 uwzględnia się praktycznie tylko jeden jego segment – giełdę papierów wartościowych. W tym okresie nie działał jeszcze regulowany rynek pozagiełdowy, natomiast liczba i wartość transakcji zawieranych na rynku nieregulowanym jest praktycznie niemożliwa do oszacowania. Z punktu widzenia giełdy papierów wartościowych kluczowe znaczenie dla jej powstania i rozwoju należy przypisać działaniom prywatyzacyjnym prowadzonym drogą publicznej oferty sprzedaży akcji. Niewielu inwestorów strategicznych jest bowiem zainteresowanych wprowadzeniem czy też utrzymaniem walorów kontrolowanych spółek w publicznym obrocie. Ciekawym, choć rzadko występującym rozwiązaniem wydaje się oferta łączona; część akcji sprzedawana jest w ofercie publicznej, a część inwestorowi strategicznemu (Górażdże SA, Stomil Olsztyn SA, TC Dębica SA).

W tabeli 2.1 dokonano zestawienia podstawowych danych prezentujących efekty prywatyzacji kapitałowej w latach 1990–1996 od strony ilościowej. W tym wypadku rzeczywistość chyba rozminęła się z oczekiwaniami. Z ogólnej liczby 8441 przedsiębiorstw państwowych istniejących na koniec 1990 r., tylko 1076 zostało przekształconych w jednoosobowe spółki skarbu państwa (tj. ok. 13%). Z tej zaś liczby jedynie w 184 zakończył się proces przekształceń własnościowych, realizowany na drodze kapitałowej (ok. 17%). Odnosząc tę wielkość do wyjściowej – 8441, było to ok. 2% funkcjonujących pierwotnie przedsiębiorstw państwowych! Z prezentowanych danych wynika, że prywatyzacja kapitałowa nie stała się „motorem” przemian własnościowych w polskiej gospodarce (jak to pierwotnie planowano) – jej zasięg był i jest bowiem stosunkowo niewielki. Trzeba jednak zauważyć, że prywatyzacja pośrednia dotyczy dużych przedsiębiorstw, prowadzona jest *case by case*, całemu zaś procesowi przekształceń towarzyszy nierzadko kontekst polityczny lub społeczny. Przygotowanie przedsiębiorstwa do prywatyzacji jest czasochłonne, często po drodze pojawia się wiele trudnych do rozwiązania problemów. Społeczeństwo zna prywatyzację kapitałową głównie od strony rynku kapitałowego – sprzedaży akcji, giełdy papierów wartościowych. Tymczasem publiczna oferta sprzedaży akcji to ostatni etap

TABELA 2.1. Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych realizowana na podstawie art. 5 i art. 6 ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (p.p.p.) i ustawy o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji

Wyszczególnienie	1990–1991	1992	1993	1994	1995	1996	Razem
w poszczególnych latach							
Zarejestrowane przedsiębiorstwa przekształcone w j.s.s.p.*	260	220	47	196	235	118	1 076
Przedsiębiorstwa sprywatyzowane	27	24	48	35	26	24	184
Przedsiębiorstwa przekształcone w j.s.s.p. wniesione do NFI	–	–	–	413	44	55	512
narastająco							
Zarejestrowane przedsiębiorstwa przekształcone w j.s.s.p.*	260	480	527	723	958	1 076	–
Przedsiębiorstwa sprywatyzowane	27	51	99	134	160	184	–
Przedsiębiorstwa przekształcone w j.s.s.p. wniesione do NFI	–	–	–	413	457	512	–
Stosunek przedsiębiorstw sprywatyzowanych do przedsiębiorstw przekształconych w j.s.s.p. (%)	10	11	19	19	17	17	–

* Dotyczy tylko j.s.s.p. powołanych przez ministra przekształceń własnościowych (obecnie ministra skarbu).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Dynamika przekształceń własnościowych*, nr 31, MSP, Biuro Analiz Ekonomicznych, Warszawa, grudzień 1996. s. 9.

działań prywatyzacyjnych, poprzedzony żmudną i ciężką pracą. Spółki powstałe w wyniku prywatyzacji pośredniej osiągają dobre i bardzo dobre rezultaty ekonomiczne²⁵, co dowodzi, że proces przemian własnościowych realizowany na drodze kapitałowej okazał się korzystny zarówno dla nich, jak i dla całej gospodarki.

2.3.2. Prywatyzacja likwidacyjna

Prywatyzacja likwidacyjna, choć stanowi dominującą formę prywatyzacji w polskiej gospodarce, jest niewątpliwie ścieżką mniej spektakularną, niż budząca często wiele społecznych emocji droga kapitałowa. Co ważne, przedsiębiorstwa prywatyzowane przy wykorzystaniu metod tej właśnie ścieżki mogą również stać się podmiotami rynku kapitałowego. Nic nie stoi na przeszkodzie, by akcje czy też obligacje spółki, która powstała w drodze prywatyzacji bezpośredniej, znalazły się w publicznym bądź też prywatnym obrocie.

Prywatyzacja realizowana w drodze bezpośredniej dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw małych i średnich, znajdujących się zarówno w złej, jak i w dobrej kondycji finansowej. W odróżnieniu od prywatyzacji kapitałowej (realizowanej tylko na podstawie ustawy o p.p.p. oraz kodeksu handlowego), prywatyzacja na drodze likwidacyjnej oparta jest na trzech aktach prawnych:

- 1) rozporządzeniu Prezydenta RP z 24 października 1934 r. o upadłości przedsiębiorstw;
- 2) ustawie o przedsiębiorstwach państwowych z 25 września 1981 r.;
- 3) ustawie o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 13 lipca 1990 r., zastąpionej 8 kwietnia 1997 r. ustawą o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

Przesłanki prywatyzacji dokonywanej na podstawie dwóch pierwszych aktów prawnych zostały omówione już wcześniej. Można jedynie przypomnieć, że istnieją tendencje, by postępowanie upadłościowe zamienić na likwidacyjne, jako że upraszcza to całą procedurę. Natomiast likwidacja w trybie ustawy o przedsiębiorstwach państwowych dotyczy zadysponowania mieniem przedsiębiorstwa i polega na całkowitym zakończeniu jego działalności gospodarczej zarówno w sensie podmiotowym, jak i przedmiotowym. Prywatyzacja dokonywana na podstawie tych dwóch aktów prawnych przeprowadzana jest w przedsiębiorstwach o złej kondycji ekonomicznej.

²⁵ Patrz: cykl artykułów pt. *Droga kapitałowa* J. M. Dąbrowskiego we wkładce *Raporty o gospodarce* publikowanych w „Życiu Gospodarczym” 1996, nr 40, 42, 43.

Do kwietnia 1997 r. dla przedsiębiorstw, które były zbyt małe, aby je sprywatyzować drogą kapitałową, a osiągały dobre wyniki ekonomiczne, przewidziano postępowanie likwidacyjne w trybie art. 37 ustawy o p.p.p. Likwidacja przeprowadzana była przez organ założycielski w drodze:

1) sprzedaży przedsiębiorstwa lub zorganizowanych części mienia przedsiębiorstwa²⁶,

2) wniesienia przedsiębiorstwa lub zorganizowanych części mienia do spółki,

3) oddania na czas oznaczony do odpłatnego korzystania przedsiębiorstwa lub zorganizowanych części mienia przedsiębiorstwa.

Należy zauważyć, iż między likwidacją przeprowadzaną w trybie ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych a likwidacją z ustawy o przedsiębiorstwach państwowych zachodziła istotna różnica. W pierwszym przypadku kończyła się działalność przedsiębiorstwa w sensie podmiotowym (jako osoby prawnej), lecz trwała w sensie przedmiotowym (jako zorganizowanej masy majątkowej). W drugim przypadku przedsiębiorstwo kończyło swą działalność zarówno w sensie podmiotowym, jak i przedmiotowym. Inaczej wyglądała również procedura postępowania likwidacyjnego. Ustawa o przedsiębiorstwach państwowych wymagała, aby przedsiębiorstwo zostało najpierw postawione w stan likwidacji, a następnie dysponowano jego mieniem. Odmiennie w przypadku ustawy o p.p.p. – tu istniała możliwość wcześniejszego zawarcia umowy wstępnej lub przedwstępnej dotyczącej losów przedsiębiorstwa, a następnie postawienia go w stan likwidacji.

Likwidacja z art. 37 ustawy o p.p.p., realizowana metodą oddania mienia przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania, mogła nastąpić jedynie na rzecz spółki utworzonej przez pracowników likwidowanego przedsiębiorstwa (dopuszczalnie inne osoby fizyczne) pod warunkiem, że wysokość kapitału zakładowego lub akcyjnego nie była niższa niż 20% łącznej wartości funduszu założycielskiego i funduszu likwidowanego przedsiębiorstwa. Wymogi te miały z jednej strony zapobiec reatyzacji przedsiębiorstw, z drugiej zaś chronić skarb państwa przed konsekwencjami ewentualnego bankructwa spółki. Należy tu dodać, iż spółka mająca użytkować mienie zlikwidowanego przedsiębiorstwa nie powstawała w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa w tę spółkę, lecz stanowiła nowy, odrębny podmiot gospodarczy zakładany przez osoby, które inwestują środki finansowe w przedsiębiorstwo w celu

²⁶ Sprzedaż ta powinna zawsze mieć charakter publiczny oraz następować w trybie przetargu otwartego, publicznie ogłoszonej oferty lub rokowań podjętych na podstawie publicznego zaproszenia.

otrzymania zysków od zainwestowanych kapitałów²⁷. Oddanie mienia do odpłatnego korzystania mogło następować na podstawie różnych umów:

- 1) dzierżawy lub najmu z opcją sprzedaży,
- 2) dzierżawy lub najmu bez opcji sprzedaży,
- 3) leasingu.

W przypadku powstania po likwidacji przedsiębiorstwa zwykłej spółki lub jednoosobowej spółki skarbu państwa, dalsze postępowanie wytyczały postanowienia kodeksu handlowego oraz rozdziałów 2 i 3 ustawy o p.p.p.

Analiza wniosków prywatyzacyjnych wpływających w latach 1990–1996 do MPW wskazuje, iż właśnie droga prywatyzacji likwidacyjnej cieszyła się największym powodzeniem wśród przekształcanych przedsiębiorstw. Powodów tego stanu rzeczy doszukiwano się w fakcie, że „w sytuacji rozkładu władzy w przedsiębiorstwach państwowych i silnej pozycji rad pracowniczych i związków zawodowych siłą rzeczy muszą powstawać projekty spółek pracowniczych. Z drugiej strony aktywność przedsiębiorstw jest dowodem żywotności tychże przedsiębiorstw i świadczy o aktywności zatrudnionych w nich pracowników”²⁸.

Dane dotyczące efektów prywatyzacji likwidacyjnej w badanym okresie 1990–1996 zostały zamieszczone w tabeli 2.2. Odnoszą się one zarówno do prywatyzacji likwidacyjnej realizowanej z art. 37 ustawy o p.p.p., jak i prywatyzacji likwidacyjnej opierającej się na postanowieniach art. 19 ustawy o p.p. Pierwszy wniosek nasuwa się sam – pod względem ilościowym prywatyzacja bezpośrednia zdecydowanie wyprzedzała kapitałową. W okresie 1990–1996 na drodze likwidacyjnej zostało sprywatyzowanych 1807 przedsiębiorstw (w porównaniu ze 184 przedsiębiorstwami sprywatyzowanymi na drodze kapitałowej, które stanowią ok. 10% tej wielkości). Dominowała likwidacja realizowana z art. 37 ustawy o p.p.p. – 1243 przedsiębiorstwa, natomiast prywatyzacji z powodu złego stanu ekonomicznego (art. 19 ustawy o p.p.) poddano jedynie 564 przedsiębiorstwa. Uderza również całkiem różna efektywność prowadzonych postępowań likwidacyjnych. Na 1318 przedsiębiorstw objętych przekształceniami z art. 37 ustawy o p.p.p. postępowanie prywatyzacyjne zakończono w 1243 (stanowi to 94%). Natomiast w przypadku likwidacji z przyczyn ekonomicznych, na 1405 złożonych wniosków postępowanie zakończono w przypadku 564 przedsiębiorstw (40%).

²⁷ „Prywatyzacja” 1991, nr 3, s. 1.

²⁸ *Złagodzenie zasad leasingu*, „Prywatyzacja” 1991, nr 6, s. 1.

TABELA 2.2. Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych realizowana na podstawie art. 37 ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych i art. 19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych

Wyszczególnienie	1990-1991	1992	1993	1994	1995	1996	Razem
w poszczególnych latach							
Przedsiębiorstwa w trakcie przekształceń z art. 37 ustawy o p.p.p.	449	270	198	125	107	169	1 318
Przedsiębiorstwa przekształcone z art. 37 ustawy o p.p.p.	182	293	232	238	109	189	1 243
Przedsiębiorstwa w trakcie przekształceń z art. 19 ustawy o p.p.	540	317	225	163	113	47	1 405
Przedsiębiorstwa przekształcone z art. 19 ustawy o p.p.	19	67	100	117	93	168	564
narastająco							
Przedsiębiorstwa w trakcie przekształceń z art. 37 ustawy o p.p.p.	449	719	917	1 042	1 149	1 318	–
Przedsiębiorstwa przekształcone z art. 37 ustawy o p.p.p.	182	475	707	945	1 054	1 243	–
Stosunek przedsiębiorstw przekształconych do przedsiębiorstw przekształcanych z art. 37 ustawy o p.p.p. (%)	41	66	77	91	92	94	–
Przedsiębiorstwa w trakcie przekształceń z art. 19 ustawy o p.p.	540	857	1 082	1 245	1 358	1 405	–
Przedsiębiorstwa przekształcone z art. 19 ustawy o p.p.	19	86	186	303	396	564	–
Stosunek przedsiębiorstw przekształconych do przedsiębiorstw przekształcanych z art. 19 ustawy o p.p. (%)	4	10	17	24	29	40	–

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Dynamika przekształceń...*

TABELA 2.3. Efekty prywatyzacji bezpośredniej realizowanej na podstawie ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, według metod, w okresie 1990–1995

Wyszczególnienie	Projekty złożone*	Projekty zaakceptowane	Odmowy MPW**	P.p. wykreślone z rejestru***
Sprzedaż, art. 37 pkt 1.1	70	62	1	48
„Szybka sprzedaż”, art. 37, pkt 1.1	254	156	2	131
Wniesienie do spółki, art. 37, pkt 1.2	81	65	4	52
Oddanie mienia do odpłatnego korzystania, art. 37 pkt 1.3	912	837	33	775
Dyspozycja zorganizowanymi częściami, art. 37	72	66	4	52
Ogółem	1 389	1 186	44	1 058

* Kwalifikacja według dat na pismach organów założycielskich do MPW.

** Możliwość zmiany decyzji pod warunkiem poprawienia lub uzupełnienia projektu.

*** Dane niepełne ze względu na opóźnienia przekazywania informacji z sądów do organów założycielskich, a następnie do MPW.

Źródło: Sprawozdanie z realizacji *Kierunków prywatyzacji majątku państwowego w 1995 roku*, stanowiących załącznik nr 12 do ustawy budżetowej z 30 grudnia 1994 r., Warszawa, czerwiec 1996, s. 62.

Tabela 2.3 uszczegóławia efekty prywatyzacji bezpośredniej realizowanej na podstawie art. 37 ustawy o p.p.p. (ta opcja charakteryzuje się wieloma wariantami postępowania). Zawarte w niej dane pochodzą z okresu 1990–1995, gdyż wielkości z roku 1996 były jeszcze niedostępne w momencie zamykania pracy. Przedstawione dane charakteryzują jednak pewną tendencję, która zarysowała się w okresie 1990–1995 i nie ma przesłanek, by twierdzić, że uległa ona diametralnej zmianie w roku 1996. Jak widać, największą popularnością cieszył się leasing pracowniczy (oddanie mienia do odpłatnego korzystania). Tę drogę wybrało 775 przedsiębiorstw, na 1058 wykreślonych z rejestru (ok. 73%)²⁹. Dlaczego droga leasingu jest tak popularna wśród przedsiębiorstw (a ściślej rzecz ujmując – pracowników tych przedsiębiorstw)? Nabywając przedsiębiorstwo w drodze leasingu, pracownicy nie wydają pieniędzy z własnych kieszeni – raty kapitałowe płacone są z bieżących zysków firmy, a opłaty dodatkowe wliczane są w koszty. Wycena spółki nie jest dokonywana przez rynek, stąd często cena, którą mają zapłacić za nią pracownicy, jest niższa od ceny rynkowej. Obecnie pojawiły się już

²⁹ Należy zauważyć, iż niektóre dane zawarte w tabeli 2.2 i tabeli 2.3 różnią się między sobą. Wynika to zapewne z odmiennej metodologii zliczania danych, przyjętej przez różne instytucje (GUS i MSP). Jednak wydaje się, że różnica ta nie jest tak znaczna, by wpływała na ogólny obraz występującej tendencji.

przypadki spółek, które zostały sprywatyzowane w drodze leasingu, natomiast pracownicy w momencie przejścia ich na własność bynajmniej nie poczuli się właścicielami, tylko odsprzedali swoje udziały inwestorom zewnętrznym, oczywiście za cenę rynkową. „Można więc powiedzieć, że leasing pracowniczy jest prywatyzacją za państwowe pieniądze”³⁰.

W ustawie o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 30 sierpnia 1996 r. przepisy określające postępowanie w przypadku prywatyzacji realizowanej drogą bezpośrednią są zawarte w dziale V i wykazują podobieństwo do już omawianych.

2.3.3. Ugoda bankowa – zamiana wierzytelności na papiery wartościowe

Zawarte w ustawie o p.p.p. ścieżki prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, a także programy zmierzające do usprawnienia procesów prywatyzacji zaprojektowano dla przedsiębiorstw w dobrej kondycji finansowej lub takich, które roszą nadzieję na przezwycięzenie kryzysu i zaistnienie w nowej rzeczywistości gospodarczej (z wyłączeniem oczywiście postępowania upadłościowego i likwidacyjnego z ustawy o p.p., art. 19). Pojawił się jednak trudny do rozwiązania problem wielu przedsiębiorstw, których nagromadzone przez lata zadłużenie wobec wierzycieli osiągnęło tak wielkie rozmiary, iż nie sposób było zastosować w ich przypadku żadnego programu naprawczego³¹. Zjawisko to stało się na tyle niepokojące, że zaistniała pilna potrzeba uregulowania kwestii przyszłości przedsiębiorstw znajdujących się w katastrofalnej sytuacji finansowej.

Nowe możliwości postępowania w tym wypadku stworzyła uchwalona przez Sejm 3 lutego 1993 r. ustawa o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw³². Miała ona m.in. umożliwić rozwiązanie problemu tzw. „złych” długów, rozładować zatory płatnicze, zwiększyć płynność finansową przedsiębiorstw, uzdrowić działalność kredytową banków, uruchomić dodatkowe ścieżki prywatyzacji

³⁰ M. Pokojka, *Zarobić na leasingu*, „Życie Gospodarcze” 1997, nr 5, s. 18.

³¹ „Według stanu na koniec grudnia 1992 r. kwota przeterminowanych kredytów i pożyczek bankowych wynosiła ok. 40 bln [starych – dop. M.J.] zł. Przeterminowane zadłużenie, a więc kredyty zagrożone [...] stanowiło ponad 20% kredytów i pożyczek ogółem”. *Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków*, praca przygotowana na zlecenie Ministerstwa Finansów i Fundacji Rozwoju Systemu Finansowego, Warszawa 1993, s. 10.

³² Dz.U. 1993, nr 18, poz. 82. Należy jednak zaznaczyć, iż możliwości wykorzystywania postanowień tej ustawy były ograniczone. Dotyczyła ona bowiem przedsiębiorstw, które były zadłużone w przeważającej mierze wobec banków, gdyż to właśnie banki, a nie inne podmioty, wszczynały przewidziane literą prawa postępowanie naprawcze.

i zintensyfikować tempo przemian³³. Ustawa uregulowała warunki zastosowania różnych procedur postępowania wobec dłużników, tj.:

- bankowe postępowanie ugodowe,
- publiczna sprzedaż wierzytelności bankowych,
- nabywanie akcji jednoosobowych spółek skarbu państwa za ich wierzytelności (może nastąpić bądź przy użyciu odrębnej ścieżki przewidzianej ustawą, bądź w ramach ugody bankowej³⁴).

Ponadto ustawodawca określił czasowe ramy działania ustawy w zakresie prowadzenia bankowego postępowania ugodowego – mogło ono być wszczy-nane w ciągu trzech lat od wejścia w życie wymienionej ustawy³⁵.

Bankowe postępowanie ugodowe mogło dotyczyć wyłącznie dłużnika będącego przedsiębiorstwem państwowym, jednoosobową spółką skarbu państwa lub spółką, w której akcje będące własnością skarbu państwa, przedsiębiorstw państwowych i jednoosobowych spółek skarbu państwa stanowią łącznie więcej niż 50%. Bankowe postępowanie ugodowe prowadziło do zawarcia ugody bankowej obejmującej m.in.: zobowiązanie dłużnika do podjęcia określonych działań zmierzających do naprawy przedsiębiorstwa oraz określenie zasad zamiany wierzytelności na akcje, jeśli ugoda przewidywała taką zamianę. Artykuł 17 cytowanej ustawy określał harmonogram postępowania w przypadku, gdy dłużnikiem było przedsiębiorstwo państwowe. Minister przekształceń własnościowych przekształcał przedsiębiorstwo w jednoosobową spółkę skarbu państwa zgodnie z przepisami ustawy o p.p.p., po czym aprobował zamianę wierzytelności na akcje tej spółki według zasad określonych w art. 16 ustawy o restrukturyzacji finansowej banków i przedsiębiorstw. Z tą chwilą spółka stawała się stroną w bankowym postępowaniu ugodowym jako dłużnik. Nabywanie akcji jednoosobowych spółek skarbu państwa w zamian za wierzytelności odbywało się zgodnie z postanowieniami rozdziału 4 wymienionej ustawy. Z chwilą dokonania zamiany wierzytelności na akcje zobowiązanie dłużnika związane z tą wierzytelnością ulegało wygaśnięciu. Publiczna sprzedaż wierzytelności bankowych mogła rozpocząć się wówczas, gdy dłużnik nie wszczął działań naprawczych lub nie doszło do zawarcia ugody bankowej. Bank miał prawo wystawić wówczas jego wie-

³³ Z. Sekuła, *Prywatyzacja i restrukturyzacja finansowa w świetle paktu o przedsiębiorstwie*, „Przegląd Organizacji” 1993, nr 3, s. 6.

³⁴ Zgodnie z cytowaną ustawą, określone są dwie ścieżki nabywania akcji skarbu państwa w zamian za wierzytelności: (1) w efekcie zawarcia ugody w ramach bankowego postępowania ugodowego, (2) jako rezultat odrębnego działania wierzycieli (muszą oni posiadać co najmniej 30% wierzytelności), którzy mogą nabyć akcje spółki należącej do skarbu państwa w zamian za wierzytelności bądź z własnej inicjatywy, bądź w wyniku bankowego postępowania ugodowego.

³⁵ Ustawa weszła w życie 18 marca 1993 r.

rzeczności na sprzedaż (bez zgody zainteresowanego) i pozbyć się ich w drodze przetargu lub licytacji. Przy tej formie postępowania należało jednak się liczyć z faktem, że cena rynkowa długu praktycznie nie miała szans na osiągnięcie jego nominalnej wartości.

Uгода bankowa³⁶ zawierana z przedsiębiorstwem w celu odzyskania wierzytelności nie stanowiła klasycznej odrębnej ścieżki prywatyzacji. Będąc dłużnikiem przedsiębiorstwo nie miało bowiem praktycznie żadnego wpływu na zachodzące procesy (traktowano je przedmiotowo nie podmiotowo), poza tym istniała możliwość przejęcia przedsiębiorstwa przez państwową osobę prawną, co oznaczało transfer własności, z tym że nie w ręce prywatne.

Do 31 grudnia 1996 r.³⁷ zawartych zostało w skali kraju 196 prawomocnych ugód bankowych, które w 115 przypadkach przewidywały zamianę wierzytelności na akcje jako drogę zaspokojenia roszczeń wierzycieli. W 128 przypadkach ugody bankowe zawierały warunek komercjalizacji. W MSP podpisane zostały cztery umowy zbycia akcji lub udziałów jednoosobowych spółek skarbu państwa w zamian za zwolnienie z długów.

Dane te wyraźnie dowodzą, iż znacznie większą popularnością wśród banków cieszyła się ścieżka zawierania ugody bankowej z zadłużonym przedsiębiorstwem niż bezpośrednia zamiana długu na udziały lub akcje, czyli przejęcie na własność zadłużonego przedsiębiorstwa.

3. Polski Program Powszechnej Prywatyzacji (PPP)

W toku dyskusji nad różnymi koncepcjami prywatyzacji wielokrotnie pojawiał się jeszcze jeden wątek: powszechnego uwłaszczenia obywateli. Problem ten rozpatrywany był z różnych stron. Po pierwsze, poszukiwano możliwości przyspieszenia procesów prywatyzacji od strony podażowej (zwiększenie liczby przedsiębiorstw prywatnych, które powstały w wyniku przekształcenia państwowych) oraz popytowej (umożliwienie rozparcelowania większej ilości majątku wśród obywateli); po drugie, konieczne stało się zadośćuczynienie postulatowi wzywającym do powszechnego uwłaszczenia w imię tzw. „sprawiedliwości społecznej”.

³⁶ Przedmiotem ugody mogło być: odroczenie płatności, dogodniejsze rozłożenie spłat odsetek, zmiana części lub całości długu na akcje w spółce powstałej w wyniku przekształcenia, umorzenie części lub całości zadłużenia, dostarczenie dłużnikowi nowych kredytów lub gwarancji.

³⁷ *Dynamika przekształceń własnościowych*, nr 31, MSP, Biuro Analiz Ekonomicznych, Warszawa, grudzień 1996, s. 57.

Nie ulega wątpliwości, że aspekt społeczny tego procesu był równie ważny (szczególnie ze względów propagandowych), jak ekonomiczny. Z tego też powodu po raz kolejny powrócono do dylematu: czy powszechna prywatyzacja winna być prowadzona ekwiwalentnie (sprzedaż państwowego majątku według szacowanej wartości), czy nieekwiwalentnie (majątek przechodzi w ręce prywatne za cenę niższą od swej rzeczywistej wartości lub darmo).

Jest oczywistym, iż prywatyzacja, w której mieliby uczestniczyć wszyscy Polacy, nie mogła zakładać przyjęcia zasady pełnej odpłatności za przekazywane mienie. Pomijając fakt, że w dużej mierze majątek ten został wypracowany przez nich samych (podczas kolejnych „przyspieszeń industrializacji”), większość społeczeństwa ze względu na swą sytuację materialną nie mogłaby po prostu zakupić przypadającej jej puli akcji lub udziałów.

3.1. Ustawa o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji

Opracowany w Polsce Program Powszechnej Prywatyzacji jest programem pionierskim i unikatowym w skali światowej. Koleje jego losu były wyjątkowo burzliwe. Zmieniała się liczba przedsiębiorstw przeznaczanych do PPP, projekty sposobu rozdzielania ich akcji, preferencje dla pracowników przedsiębiorstw włączonych do PPP, pomysły dotyczące restrukturyzacji zakładów znajdujących się w złej sytuacji ekonomicznej, instrumentarium PPP itd. Ostatecznie, po wielu gorących debatach, 30 kwietnia 1993 r. Sejm przyjął ustawę o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji³⁸.

Ustawa ta tworzy ramy prawne dla Programu Powszechnej Prywatyzacji (pod tym pojęciem rozumie się udostępnienie obywatelom możliwości nieodpłatnego nabycia praw udziałowych do określonej części mienia państwowego). Ustawa ma charakter *lex specialis* (przepisy tej ustawy wyłączają przepisy innej) w stosunku do kodeksu handlowego z 1934 r., ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 13 lipca 1990 r. oraz ustawy o rozszerzeniu działania ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 9 listopada 1990 r.

3.1.1. PPP – uczestnicy

Program Powszechnej Prywatyzacji zaprojektowany został dla przedsiębiorstw dużych i średnich będących w dobrej kondycji finansowej, dla których dotąd przewidywana była ścieżka prywatyzacji kapitałowej. Główną

³⁸ Ustawa została ogłoszona 31 maja 1993 r. (Dz.U. nr 44, poz. 202), weszła zaś w życie 14 czerwca 1993 r.

przyczyną powstania PPP stała się (pomijając aspekt społeczny) chęć przyspieszenia i uproszczenia procesu ich prywatyzacji. Głównymi podmiotami uczestniczącymi w realizacji programu są:

- 1) Narodowe Fundusze Inwestycyjne,
- 2) spółki parterowe,
- 3) obywatele polscy,
- 4) instytucje rynku kapitałowego.

Gwoli wyjaśnienia – „stronami” uczestniczącymi w realizacji programu są przede wszystkim prywatyzowane przedsiębiorstwa (spółki parterowe) oraz polscy obywatele. Narodowe Fundusze Inwestycyjne oraz instytucje rynku kapitałowego pełnią funkcję „pośredników”, dzięki którym możliwe staje się wykonanie programu. Dalej dokonano krótkiej charakterystyki uczestników PPP.

Narodowe Fundusze Inwestycyjne (NFI) są absolutnym *novum* na polskim rynku kapitałowym. Fundusze zostały utworzone przez skarb państwa w formie jednoosobowych spółek akcyjnych. Rozpoczęły one swą działalność gospodarczą w momencie wniesienia do nich należących do skarbu państwa akcji spółek, powstałych w wyniku przekształcenia przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki skarbu państwa. Każdy z funduszy dysponuje obecnie pewną liczbą większościowych pakietów akcji³⁹ oraz pakietów mniejszościowych. Powstała spółka NFI SA kieruje się postanowieniami kodeksu handlowego dotyczącymi spółek akcyjnych, z wyjątkiem specjalnych postanowień dotyczących NFI zawartych w ustawie. „Celem funduszy jest pomnażanie ich majątku, w szczególności przez powiększanie wartości akcji spółek, w których fundusze są akcjonariuszami”⁴⁰.

Władzami funduszu są: walne zgromadzenie, rada nadzorcza i zarząd. Należy zauważyć, iż do czasu zwołania pierwszego walnego zgromadzenia, w którym mogą uczestniczyć akcjonariusze inni niż skarb państwa (a więc *de facto* do chwili prywatyzacji funduszu), największymi uprawnieniami cieszy się rada nadzorcza, której kadencja upływa tego właśnie dnia. Rada nadzorcza pełni w tym okresie funkcje walnego zgromadzenia⁴¹, powołuje członków zarządu, dokonuje wyboru tzw. firmy zarządzającej i podpisuje z nią umowę. Pojęcie „firmy zarządzającej” i umowy o zarządzaniu majątkiem funduszu jest w warunkach polskich nowością. Obok zarządu spółki (funduszu), jako władzy statutowej, pojawia się osoba prawna – firma zarządzająca – będąca podmiotem zewnętrznym wobec spółki, której zadania pokrywają się w znacznej części z zadaniami zarządu. Celem wynajęcia firmy zarządzającej

³⁹ Zasady wnoszenia akcji zostaną wyjaśnione później.

⁴⁰ Art. 4, ust. 1 ustawy o NFI.

⁴¹ Z określonymi wyjątkami, które pozostają zastrzeżone przez ustawę lub statut funduszu do wyłącznej kompetencji walnego zgromadzenia, tj. zmiana statutu, emisja nowych akcji, połączenie funduszu z inną spółką, rozwiązanie funduszu.

jest wykorzystanie umiejętności zawodowych, zawodowego prestiżu i powiązań jej członków. Firma zarządzająca „wynajmowana” jest przede wszystkim w celu doprowadzenia do wzrostu wartości rynkowej spółek wchodzących w skład funduszu, poprzez szeroko pojętą pomoc w reorganizacji spółek i w zyskaniu dostępu do źródeł kapitału. Motywacją dla firm zarządzających jest trójstopniowy system wynagrodzeń, który wiąże dochody firmy ze wzrostem wartości akcji spółek parterowych. Wartością niemierzalną, lecz nie mniej istotną jest prestiż, który firma niewątpliwie zdobędzie, gdy kondycja ekonomiczna nadzorowanych przez nią spółek ulegnie zdecydowanej poprawie.

Struktura Narodowych Funduszy Inwestycyjnych wzorowana jest na formule określającej nie znaną dotychczas na polskim rynku kapitałowym instytucję – zamknięty fundusz inwestycyjny. Funduszom tym wyznaczono rolę ogniwa pośredniego między przeznaczonymi do prywatyzacji przedsiębiorstwami a uprawnionymi do udziału w PPP obywatelami Polski. Rola NFI jest podwójna: z jednej strony mają być aktywnymi inwestorami strategicznymi w spółkach, w których posiadają pakiet większościowy, z drugiej zaś mają przygotować te spółki (są w nich czasowo jednoosobowym akcjonariuszem) do funkcjonowania w zupełnie nowym charakterze – podmiotów działających na podstawie kodeksu handlowego i reguły gospodarki wolnorynkowej.

Spółki parterowe. Przedsiębiorstwa państwowe uczestniczące w PPP wytypowane zostały w rozporządzeniu Rady Ministrów po uprzednim wyrażeniu zgody na udział w programie przez reprezentujące je organa. Kolejnym krokiem było przekształcenie przedsiębiorstw w jednoosobowe spółki skarbu państwa. Po dokonaniu tej transformacji skarb państwa wniósł ich akcje w formie wkładów niepieniężnych do NFI obejmując w zamian akcje funduszy. Proporcje podziału puli akcji każdej spółki parterowej były następujące:

- 60% akcji skarb państwa wniósł do funduszy, z czego: 33% akcji przekazane zostało w jednym pakiecie jednemu funduszowi, natomiast 27% akcji zostało rozdzielone między wszystkie pozostałe fundusze, jako tzw. pakiety mniejszościowe;

- do 15% akcji zostało udostępnione bezpłatnie uprawnionym pracownikom spółki; dodatkowa pula do 15% akcji (udostępnianych bezpłatnie) przeznaczona została dla rolników lub rybaków, którzy pozostawali w stosunku umownym z przedsiębiorstwem państwowym przez nieprzerwany okres co najmniej ostatnich dwóch lat przed wpisem spółki do rejestru handlowego;

- 25% akcji (lub w określonej sytuacji 10% akcji) pozostało w gestii skarbu państwa, z czego część akcji ma zostać przeznaczona na: zasilenie systemu ubezpieczeń społecznych; ewentualne dokonanie uzupełniającej rekompensaty osobom, którym przysługiwać będą rekompensacyjne świadectwa udziałowe.

Istotną z punktu widzenia spółek kwestią jest fakt, że udział w PPP w żaden sposób nie ogranicza możliwości wyboru metody przekształceń własnościowych każdej z nich. Oznacza to, że dla spółek otwarta jest droga zarówno prywatyzacji kapitałowej, jak i likwidacyjnej.

Obywatele polscy. Program Powszechnej Prywatyzacji adresowany jest do ogółu Polaków. Zgodnie z art. 31 ustawy o NFI, powszechne świadectwa udziałowe w jednakowej liczbie otrzymali wszyscy obywatele Rzeczypospolitej Polskiej, którzy byli zameldowani na pobyt stały w kraju i do dnia 31 grudnia 1994 r. (rok poprzedzający rok emisji świadectw udziałowych) ukończyli 18 lat⁴². Wydanie świadectwa udziałowego uprawnionym nastąpiło po wniesieniu przez nich ustalonej opłaty. Warunki te dotyczą każdej emisji świadectw udziałowych.

Instytucje rynku kapitałowego. Chociaż udział instytucji rynku kapitałowego w PPP nie został zdefiniowany w ustawie, warunkuje on powodzenie całego programu. Przede wszystkim nowym typem instytucji nie znanym dotychczas na polskim rynku kapitałowym są Narodowe Fundusze Inwestycyjne. Spełniają one rolę inwestorów strategicznych dla „swoich” spółek parterowych. Działania funduszy nakierowane są na podniesienie wartości ich majątku, co oznacza równocześnie wzrost wartości akcji tychże spółek. Akcje spółek parterowych są obecne w obrocie zarówno publicznym, jak i niepublicznym. W pierwszej fazie realizacji programu handel nimi został ograniczony do rynku niepublicznego, na którym transakcje były zawierane wyłącznie między pracownikami spółek oraz NFI. Obecnie akcje części spółek zostały dopuszczone do obrotu publicznego. W tym wypadku transakcje mogą być zawierane na regulowanym rynku pozagiełdowym lub na giełdzie. Obrót świadectwami udziałowymi jest natomiast obrotem wolnym. W celu maksymalnego jego ułatwienia ustawodawca nie nałożył nań praktycznie żadnych ograniczeń (jednak w przypadku transakcji zawieranych na giełdzie wymagane jest pośrednictwo biur maklerskich). Wymiana świadectw udziałowych na akcje NFI odbywa się już za obligatoryjnym pośrednictwem biur maklerskich, a akcje NFI są notowane na rynku giełdowym.

Realizacja PPP jest ważnym momentem w rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Dzięki PPP na rynku tym pojawiły się nowe podmioty (NFI), nowe papiery wartościowe (świadectwa udziałowe, akcje funduszy), a w przyszłości pojawią się być może również nowi inwestorzy.

⁴² Prawo do otrzymania powszechnego świadectwa udziałowego przyznano też osobom bezdomnym.

3.1.2. Konstrukcja PPP

Realizacja PPP składa się z trzech etapów: przygotowawczego, organizacyjnego oraz prywatyzacyjnego.

Etap przygotowawczy (już zakończony) tworzyły dwa podetapy, obejmujące:

- a) selekcję przedsiębiorstw państwowych przeznaczonych do PPP,
- b) komercjalizację wybranych przedsiębiorstw.

W etapie organizacyjnym (również zakończonym) przewidziano m.in.:

- a) ustanowienie Narodowych Funduszy Inwestycyjnych,
- b) dokonanie emisji oraz dystrybucji powszechnych świadectw udziałowych.

Ostatni etap realizacji PPP – **etap prywatyzacyjny** – rozpoczął się w momencie dopuszczenia przez Komisję Papierów Wartościowych akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych do obrotu publicznego, co pociągnęło za sobą rozpoczęcie procesu wymiany świadectw udziałowych na te właśnie akcje. Właściciel akcji NFI, skarb państwa, obowiązany był za pośrednictwem właściwego ministra udostępnić 85% posiadanych akcji NFI w celu ich wymiany na świadectwa udziałowe. Pozostały pakiet 15% akcji pozostał w gestii skarbu państwa z przeznaczeniem na inne cele (m. in. na wypłaty wynagrodzeń firm zarządzających majątkiem funduszy). Proces prywatyzacji dotyczący przedsiębiorstw objętych PPP został zakończony z chwilą dokonania wymiany świadectw udziałowych na akcje NFI (przekazania praw własności obywatelom).

3.1.3. Papiery wartościowe w PPP

Zarówno spółki parterowe, jak Narodowe Fundusze Inwestycyjne przyjmują formę prawną spółki akcyjnej. Struktura ta umożliwia sprawne połączenie wszystkich ogniw Programu Powszechnej Prywatyzacji poprzez, o czym już wspomniano, system rynku kapitałowego.

Można wyróżnić dwa typy papierów wartościowych występujących w PPP – świadectwa udziałowe i akcje.

Powszechne świadectwa udziałowe. Świadectwo udziałowe jest nowym typem papieru wartościowego, który nigdy dotąd nie występował na polskim rynku kapitałowym. Nie posiada ono wartości nominalnej, a jedynie reprezentuje⁴³:

⁴³ M. Michalski, *Obrót papierami wartościowymi w świetle ustawy o NFI*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1995, nr 2, s. 14.

– określoną, jednakową dla każdego świadectwa liczbę akcji w każdym z NFI, istniejącym w dniu emisji świadectw i wyznaczonym do przeprowadzenia wymiany świadectw na akcje;

– prawo posiadacza świadectwa do kwot pieniężnych, związanych z akcjami funduszy, w tym łącznie z dywidendami i z wpływami z likwidacji oraz z odsetkami naliczonymi od tych kwot.

Świadectwo udziałowe jest papierem wartościowym z mocy ustawy. Emitentem świadectw udziałowych jest skarbu państwa, za który działa właściwy minister (do niedawna minister przekształceń własnościowych). Wraz z zakończeniem wydawania świadectw udziałowych Rada Ministrów może, lecz nie musi, określić w drodze rozporządzenia termin utraty ważności świadectw udziałowych objętych tym rozporządzeniem (termin ten został wyznaczony na 31 grudnia 1998 r.).

W celu maksymalnego ułatwienia obrotu świadectwami udziałowymi, ustawa o NFI przewiduje znaczne odstępstwa od dotychczas stosowanej procedury dopuszczania papierów wartościowych do obrotu publicznego. Przede wszystkim świadectwa udziałowe wchodzi do obrotu publicznego bez potrzeby ich dopuszczenia do takiego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych, muszą zostać również dopuszczone do obrotu giełdowego, jeśli zostaną przedstawione przez biuro maklerskie⁴⁴.

Akcje. W PPP występują dwa rodzaje akcji:

- akcje spółek parterowych,
- akcje NFI.

Akcje spółek parterowych pojawiły się z chwilą przekształcenia przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki skarbu państwa. W pierwszej fazie PPP właścicielem 100% akcji tych spółek był skarbu państwa, następnie akcje rozdysponowano między uprawnione podmioty. Walory te, do czasu dopuszczenia ich do obrotu publicznego, są akcjami imiennymi, co umożliwia spółce sprawowanie kontroli nad obrotem nimi, pod warunkiem poczynienia odpowiednich zapisów na ten temat w statucie spółki.

Akcje NFI początkowo należały w 100% do skarbu państwa. W trzeciej fazie realizacji PPP zostały dopuszczone do publicznego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych i rozpoczął się proces wymiany powszechnych świadectw udziałowych na te akcje.

Wraz z dokonaniem wymiany świadectw udziałowych na akcje NFI, realizacja PPP została zakończona.

⁴⁴ Ustawa o NFI nie pozostawia tu wątpliwości, iż Rada Giełdy nie może odmówić umieszczenia świadectw udziałowych w obrocie giełdowym.

3.2. Zaawansowanie realizacji PPP

Korzenie PPP sięgają wczesnych lat dziewięćdziesiątych, lecz ustawa o NFI i ich prywatyzacji została uchwalona przez Sejm dopiero 30 kwietnia 1993 r. Kolejnym krokiem stało się wydanie przez prezesa Rady Ministrów czterech rozporządzeń określających listy przedsiębiorstw państwowych oraz jednoosobowych spółek skarbu państwa zakwalifikowanych do udziału w PPP. Pierwsza transza przedsiębiorstw została zaakceptowana w sierpniu 1993 r., ostatnia zaś dopiero we wrześniu 1995 r. Ostatecznie w Programie Powszechnej Prywatyzacji wzięło udział 512 spółek, o rynkowej wartości szacowanej wówczas na 7,6 mld zł. Powołano 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

W kwietniu 1995 r. Rada Ministrów wydała rozporządzenie w sprawie określenia trybu wnoszenia akcji jednoosobowych spółek skarbu państwa do NFI. Rozdział pakietów akcji 413 spółek nastąpił w lipcu 1995 r. W ostatecznym rozrachunku każdy z funduszy otrzymał 33-procentowy pakiet większościowy w ponad 30 firmach oraz ok. 2-procentowy pakiet mniejszościowy pozostałych firm. 13 grudnia 1995 r. została rozdzielona czwarta transza zawierająca 99 przedsiębiorstw. 22 listopada 1995 r. PKO BP rozpoczął rozprowadzanie powszechnych świadectw udziałowych wśród wszystkich uprawnionych obywateli (dystrybucja świadectw została zakończona 22 listopada 1996 r.). Opłata rejestracyjna wynosiła 20 zł. Świadectwa odebrało prawie 26 mln osób (ok. 96% uprawnionych). W kwietniu 1997 r. Komisja Papierów Wartościowych dopuściła do obrotu akcje wszystkich NFI, natomiast już w maju rozpoczął się proces wymiany świadectw udziałowych na te akcje. Tym samym Program Powszechnej Prywatyzacji wkroczył w trzecią i ostatnią fazę realizacji.

Prezentacja PPP zajęła znaczną część rozdziału poświęconego zagadnieniom prywatyzacji przedsiębiorstw w Polsce. Wynika to z faktu, że oczekiwania co do rezultatów realizacji PPP były i są niezwykle wysokie, zarówno wśród podmiotów, które biorą w nim udział, jak i wśród animatorów polskiej gospodarki. **Przedsiębiorstwa** uczestniczące w programie liczą na zyskanie niezbędnego do rozwoju kapitału, a także dostępu do nowych technologii i wiedzy z zakresu zarządzania. Bardzo ważna jest dla nich również możliwość skorzystania z pomocy w restrukturyzacji i w dokonaniu wyboru dalszej drogi rozwoju firmy, którą mają nadzieję uzyskać od dysponujących fachową kadrą firm zarządzających. Z punktu widzenia pracowników przedsiębiorstwa istotną rzeczą jest fakt otrzymania darmowych akcji swojej spółki oraz zwiększenie poczucia bezpieczeństwa (w niepewności gospodarki wolnorynkowej) ze względu na istnienie swoistej jednostki nadrzędnej, jaką jest NFI. Należałoby dodać, że część przedsiębiorstw zdecydowała się na

uczestnictwo w PPP także ze względu na wymierne korzyści, jakie zyskała z tego tytułu, m.in.⁴⁵:

- przedsiębiorstwa państwowe, które przystąpiły do PPP w ramach ustawy o NFI, przestały płacić dywidendę w dniu przekształcenia w jednoosobową spółkę skarbu państwa oraz podatek od wzrostu wynagrodzeń w dniu wniesienia ich akcji do funduszy;

- jednoosobowe spółki skarbu państwa, które przystąpiły do PPP, przestały płacić odsetki od wniesionego przez skarb państwa kapitału (po wyznaczeniu ich do uczestnictwa w PPP) od momentu wejścia w życie ustawy o NFI;

- przedsiębiorstwa państwowe, które przystąpiły do PPP, nie musiały finansować prac związanych z ich przekształceniem w jednoosobowe spółki skarbu państwa.

Jednocześnie przedsiębiorstwa wyrażały niepokój będący rezultatem ich włączenia w PPP. Obawiały się, jak bardzo zasady konstrukcji PPP (zwierchnictwo NFI i firmy zarządzającej) wpłyną na ich samodzielność decyzyjną oraz czy programy restrukturyzacji i rozwoju opracowane przez NFI będą odpowiadać ich oczekiwaniom.

Obywatele polscy, którzy wzięli udział w PPP, spodziewali się zyskać przede wszystkim wymierne korzyści materialne. Możliwość udziału w unikatowym programie była dla nich mniej istotnym czynnikiem (dowodem potwierdzającym tę tezę jest fakt, iż większość uprawnionych sprzedała swoje świadectwa niedługo po ich odebraniu). Prognozowano, że w wyniku realizacji PPP znacznemu przyspieszeniu ulegnie rozwój **ryнку kapitałowego**. Faktem jest, że rynek giełdowy zwiększa swą kapitalizację i obroty dzięki napływowi nowych papierów wartościowych i środków finansowych od polskich i zagranicznych inwestorów. Niemniej jednak trudno się oprzeć wrażeniu, że mimo wszystko dotychczasowe efekty realizacji PPP dla GPW są mniejsze od spodziewanych. Dzięki PPP rozpoczął działalność regulowany rynek pozagiełdowy, choć nie z takim rozmachem, jak oczekiwano. Za sprawą PPP zmieniła się także pozycja Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, niegdyś funkcjonującego w ramach giełdy papierów wartościowych, w tej chwili zaś będącego samodzielną instytucją. Powiększyło się również pole działania domów maklerskich, które obecnie mogą obsługiwać wszystkie segmenty rynku kapitałowego: niepubliczny, giełdowy i regulowany pozagiełdowy.

Przed rozpoczęciem realizacji PPP obawiano się, że rozwój rynku kapitałowego może zostać zaburzony przez jednoczesne pojawienie się na nim dużej liczby papierów wartościowych. W tej chwili wiadomo już, że obawy te okazały się nieuzasadnione. Rynek się nie załamał, ale nie

⁴⁵ Korzyści wynikające z Programu Powszechnej Prywatyzacji, „Prywatyzacja” 1993, nr 8, s. 8.

odnotowano również tak oczekiwanego boomu inwestycyjnego i masowego napływu zagranicznych kapitałów.

Wymiernych efektów PPP oczekuje też **państwo**. Niewątpliwie wielką zaletą PPP jest brak konieczności dokonywania (kosztownej i obciążonej często błędami) wyceny majątku ponad 500 prywatyzowanych przedsiębiorstw, którą to funkcję pozostawiono rynkowi. Program Powszechnej Prywatyzacji stanowi również urzeczywistnienie postulatów społecznych, w których wzywano do przeprowadzenia powszechnego uwłaszczenia polskiego społeczeństwa.

Realizacja PPP osiągnęła już trzeci etap. W tej sytuacji można krótko podsumować dotychczasowe jej skutki. Wydaje się, że jak dotąd żaden z omówionych uczestników programu nie został zaskoczony ani *in plus* ani *in minus*. W PPP uczestniczy ponad 500 przedsiębiorstw. Część z nich z pewnością jest zadowolona, część zaś rozczarowana rezultatami tego uczestnictwa. Przedsiębiorstwa, które przed uruchomieniem programu były w dobrej kondycji finansowej, są w niej nadal. Te, które oczekiwały szybkiej i efektywnej restrukturyzacji, być może czują się zawiedzione. Opracowywanie planów restrukturyzacyjnych jest czasochłonne i niekiedy dla przedsiębiorstw bolesne (szczególnie w przypadku konieczności zwolnienia części zatrudnionych osób). Ponadto polityka rozwoju opracowywana przez fundusze i współpracujące z nimi firmy zarządzające nie zawsze musi pokrywać się z wizją rozwoju prezentowaną przez przedsiębiorstwo. Trzeba jednak zauważyć, że mimo występowania niewątpliwych tarć na linii „fundusz – przedsiębiorstwo” nie było dotąd wielu przypadków przenoszenia takich konfliktów na forum publiczne. Ogólnie można stwierdzić, że przedsiębiorstwa biorące udział w PPP oceniają ten fakt pozytywnie. Czy również zadowoleni są Polacy, do których program ten był adresowany? Świadcstwa udziałowe odebrało prawie 96% uprawnionych osób. Ta wielkość dowodzi popularności programu. Mimo pojawiających się słów krytyki, zgodnie z którymi PPP nie spełnił pokładanych w nim nadziei, gdyż obywatel zyskał prawo własności funduszu, nie zaś samych przedsiębiorstw, zarzuty te są zupełnie bezpodstawne. Wydaje się nierealne, by między prawie 27 mln uprawnionych osób rozdysponować akcje wszystkich 512 spółek, nie mówiąc już o negatywnych skutkach, jakie przyniosłaby ta rozproszona własność dla samych spółek. Przy tej okazji należałoby podnieść jedną kwestię. Otóż konstrukcja PPP jest tak zawiła, że przeciętny obywatel nie jest w stanie zrozumieć o co naprawdę w tym programie chodzi. Prowadzona zaś kampania informacyjna nie przyczyniła się w żadnym stopniu do poszerzenia jego wiedzy. Jak wynika z przeprowadzonych szacunków, większość obywateli spieniężyła swoje świadectwa, osiągając zysk w postaci różnicy między ceną świadectwa a wysokością opłaty manipulacyjnej, którą należało uiścić, aby świadectwo odebrać.

Zadaniem PPP było również przyciągnięcie jak największej liczby inwestorów indywidualnych na rynek kapitałowy. Obecnie trudno prognozować,

czy zadanie to zostało spełnione. Trzeba poczekać na zakończenie procesu wymiany świadectw na akcje NFI i zaobserwować, jak wielu inwestorów przybyłych podczas realizacji PPP będzie nadal uczestniczyło w transakcjach rynku kapitałowego. Rynek kapitałowy bez wątpienia zyskał na Programie Powszechnej Prywatyzacji, choć może mniej niż pierwotnie oczekiwano. Pojawił się nowy segment tego rynku – regulowany rynek pozagiełdowy, w publicznym obrocie znalazły się papiery wartościowe nowej instytucji finansowej – narodowego funduszu inwestycyjnego. Należy jednak zauważyć, że jak dotąd rozwój regulowanego rynku pozagiełdowego przebiega bardzo wolno i nic nie wskazuje na to, by sytuacja ta miała ulec zmianie. Potrzebny jest jakiś bodziec, całkowicie już niezależny od PPP, który wywołałby wzrost zainteresowania tym rynkiem wśród inwestorów i emitentów. Wprowadzenie na giełdę akcji funduszy nie spowodowało na niej żadnych rewolucyjnych zmian, choć przyczyniło się bez wątpienia do poszerzenia oferty rynku papierów wartościowych. Jak już wcześniej zauważono, nie spełniły się zarówno prognozy optymistyczne, jak i pesymistyczne, które pojawiały się przed wprowadzeniem do publicznego obrotu akcji NFI. Polski rynek kapitałowy nie załamał się pod ciężarem programu, wręcz przeciwnie, okazał się stabilny i wystarczająco pojemny. Z kolei PPP nie przyczynił się także, przynajmniej na razie, do znacznego przyspieszenia rozwoju rynku papierów wartościowych, nie pojawili się tłumnie (przynajmniej oficjalnie) tak oczekiwani zagraniczni inwestorzy. W odniesieniu do rynku kapitałowego Program Powszechnej Prywatyzacji spełnił za to ważną funkcję propagandową, co w długim okresie może przyczynić się do wzrostu zainteresowania potencjalnych inwestorów jego ofertą. Na realizacji PPP skorzystało też państwo. Wypełniło dzięki niemu podjęte wcześniej zobowiązania odnośnie do przeprowadzenia powszechnego uwłaszczenia (co prawda w niewielkim zakresie, 512 przedsiębiorstw to niedużo w porównaniu z całym majątkiem narodowym). Zmniejszyła się również pula przedsiębiorstw oczekujących na prywatyzację.

Ogólnie można stwierdzić, że Program Powszechnej Prywatyzacji jest elementem pozytywnym dla polskiej gospodarki. Na ostateczną jego ocenę trzeba jednak poczekać przynajmniej kilka lat, do momentu gdy w sposób bardziej wymierny będzie można ocenić jego efekty.

4. Prywatyzacja sektora usług finansowych

Jednym z najważniejszych argumentów uzasadniających konieczność przemian własnościowych w polskiej (i nie tylko) gospodarce jest wzrost efektywności gospodarowania sprywatyzowanych podmiotów. W przypadku prywatyzacji przeprowadzanej w sektorze produkcyjnym trudno się z tym

argumentem nie zgodzić. Jednak rozpatrując procesy przemian własnościowych zachodzące w sektorze finansowym, należy dostrzec jeszcze jeden, nie mniej istotny rezultat prywatyzacji. Prywatny sektor finansowy oznacza nie tylko bardziej efektywnie działające instytucje finansowe, ale również pojawienie się sprawniejszego mechanizmu transmisji kapitału w gospodarce. Prywatyzacja produkcyjnych przedsiębiorstw państwowych kreuje podmioty zgłaszające zapotrzebowanie na wolne kapitały (stronę popytową rynku kapitałowego). Prywatyzacja sektora finansowego tworzy instytucje, za których pośrednictwem kapitały te mogą zostać pozyskane (stronę podażową).

Sprawne działanie polskiego rynku kapitałowego uzależnione jest od równomiernego rozwoju jego dwóch stron – popytowej i podażowej (organizacji polskiego rynku kapitałowego trudno bowiem zarzucić poważniejsze niedociągnięcia), który to rozwój jest bezpośrednio skorelowany z tempem prywatyzacji realizowanej w sektorach produkcyjnym i finansowym. Postępy prywatyzacji przebiegającej w sektorze produkcyjnym zostały już przedstawione. Jak posuwa się prywatyzacja sektora finansowego? Jaki jest jej wpływ na rozwój strony podażowej rynku kapitałowego? Do strony podażowej rynku kapitałowego można zaliczyć:

- osoby fizyczne,
- przedsiębiorstwa,
- różnego typu fundusze,
- banki.

Osoby fizyczne nie podlegają w sposób bezpośredni przekształceniom własnościowym (mogą co najwyżej odczuwać pośrednio ich efekty, np. wzrost płac). Przedsiębiorstwa (produkcyjne) inwestują znikomą część posiadanych środków finansowych na rynku kapitałowym. Z wymienionej grupy pozostają podmioty należące do sektora finansowego: fundusze oraz banki. Można zaryzykować twierdzenie, że rozwój strony podażowej rynku kapitałowego uzależniony jest bezpośrednio od rozwoju instytucji finansowych, który to rozwój skorelowany jest z procesem prywatyzacji przebiegającej w sektorze usług finansowych. Co jednak należy rozumieć pod hasłem „prywatyzacja sektora usług finansowych”? Rozczłonkując to pojęcie, należy przeanalizować zaawansowanie działań prywatyzacyjnych prowadzonych w takich instytucjach finansowych, jak: banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i inwestycyjne.

4.1. Przekształcenia własnościowe w sektorze bankowym

Prywatyzacja banków jest zagadnieniem niezwykle złożonym i trudnym. Na skutek reformy systemu bankowego w 1989 r. wyodrębnionych zostało z Narodowego Banku Polskiego dziewięć banków komercyjnych: Wielkopolski

Bank Kredytowy SA, Bank Śląski SA, Bank Przemysłowo-Handlowy SA, Bank Gdański SA, Powszechny Bank Kredytowy SA, Bank Zachodni SA, Powszechny Bank Gospodarczy SA, Pomorski Bank Kredytowy SA oraz Bank Depozytowo-Kredytowy SA, które w październiku 1991 r. zostały przekształcone w jednoosobowe spółki skarbu państwa. Rozpoczęcie przekształceń własnościowych w sektorze bankowym wiąże się z uchwaleniem w 1993 r. wielokrotnie już cytowanej w niniejszej pracy, ustawy o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków. W jej wyniku banki mogły podjąć działania zmierzające do zredukowania ilości tzw. „złych długów”⁴⁶, zaciągniętych przez przedsiębiorstwa państwowe przed 30 czerwca 1992 r. W latach 1993–94 dziesięć banków, w których skarb państwa posiadał więcej niż 50% akcji i udziałów, oraz banki państwowe zostały dokapitalizowane na łączną kwotę 4 mld zł. Kwota ta została przeznaczona na oddłużenie zagrożonych banków, co umożliwiło rozpoczęcie w nich procesów przekształceń własnościowych. Pierwotnie zamierzano zakończyć prywatyzację polskiego sektora bankowego do końca roku 1996. Niestety, nie udało się dotrzymać tego terminu.

W roku 1993, w drodze oferty publicznej jako pierwszy został sprywatyzowany Wielkopolski Bank Kredytowy SA. Pod koniec 1993 r. podczas trwającej na giełdzie hossy spektakularnym sukcesem zakończyła się publiczna subskrypcja akcji Banku Śląskiego SA. Po rocznej przerwie, w roku 1995 sprywatyzowano dwa kolejne banki: Bank Przemysłowo-Handlowy SA oraz Bank Gdański SA. Utrzymująca się od 1994 r. giełdowa bessza oraz znaczna wartość oferowanych do publicznej sprzedaży akcji przyczyniły się do zmiany koncepcji prywatyzacji Banku Gdańskiego SA. Część walorów skierowana została na międzynarodowy rynek kapitałowy i tam sprzedana pod postacią Globalnych Kwitów Depozytowych. Ku powszechnemu zaskoczeniu, znaczną część akcji BG – 24,7%, nabyła grupa BIG, skupiona wokół Banku Inicjatyw Gospodarczych SA. Był to pierwszy przypadek publicznego przejęcia banku przez bank. W czerwcu 1997 r. sprywatyzowano Bank Handlowy w Warszawie SA. Jego akcje kupili inwestorzy indywidualni i instytucjonalni, ponadto wyemitowane zostały obligacje zamienne banku, które po 15 miesiącach będzie można wymienić na akcje. Nie sprawdziły się obawy, zgodnie z którymi prywatyzacja tak dużej instytucji jak Bank Handlowy miałyby wywołać perturbacje na polskim rynku kapitałowym. Okazało się, że rynek ten jest w stanie zmobilizować znaczne kapitały (należy zauważyć, że prawie w tym samym czasie przeprowadzano kolejną wielką prywatyzację – Kombinat Górnictwo-Hutnictwo Polska Miedź).

⁴⁶ „Według szacunku 9 największych banków (tzw. komercyjnych) posiadało na koniec 1991 roku około 17,5 bln [starych – dop. M.J.] złotych zagrożonych aktywów. W marcu 1992 roku szacunki wskazywały na prawie 19 bln [starych] złotych, natomiast w lipcu około 20 bln [starych] złotych”. *Restrukturyzacja finansowa...*, s. 10.

Równoległe z procesami przemian własnościowych w polskim sektorze bankowym postępuje konsolidacja. 14 czerwca 1996 r. uchwalona została ustawa o łączeniu i grupowaniu niektórych banków w formie spółki akcyjnej (weszła w życie 10 sierpnia 1996 r.). Konsolidacja, zdaniem niektórych, ma stanowić panaceum na zwiększenie konkurencyjności polskiego sektora bankowego. Do Polski wkraczają bowiem bogate banki zagraniczne, dużo silniejsze kapitałowo od polskich, oferujące zróżnicowane usługi finansowe i profesjonalną obsługę klientów. Polskie banki czeka tym samym nieuchronna konfrontacja z zagraniczną konkurencją. Pojawia się jednak pytanie, czy konsolidacja rzeczywiście spowoduje wzrost ich konkurencyjności (nie zostaną przecież tym sposobem pozyskane nowe kapitały), czy tylko przyczyni się do odłożenia w czasie tego, co i tak nieuniknione – prywatyzacji. Choć konsolidacja pozwoli połączyć kapitały kilku banków, nie przyczyni się przecież do ich powiększenia. Jedyną możliwością znacznego zwiększenia kapitalizacji polskich banków w krótkim okresie jest umożliwienie im dostępu do rynków kapitałowych i uzyskanie zasilenia finansowego spoza sektora bankowego. Z szansy tej mogą skorzystać tylko banki sprywatyzowane, które notowane są na rynkach kapitałowych. Tymczasem do niedawna, zamiast zintensyfikowania prywatyzacji, dało się zaobserwować przyspieszenie procesów konsolidacji polskich banków. Działania konsolidacyjne prowadzono na dwa sposoby:

1) „odgórnie” – grupa bankowa powstaje na skutek inicjatywy pozabankowej,

2) „oddolnie” – konsolidacja dokonuje się w rezultacie porozumień między bankami.

Jako przykład pierwszego typu konsolidacji można podać utworzenie Grupy Pekao SA. W skład grupy wchodziły cztery banki: Pekao SA, Bank Depozytowo-Kredytowy SA, Powszechny Bank Gospodarczy SA oraz Pomorski Bank Kredytowy SA. Choć sposób powstania tej grupy poddawany był krytyce (narzucenie bankom konsolidacji), nie sposób zaprzeczyć, że ma ona na swoim koncie wyraźne sukcesy. Zajmuje w systemie bankowym pierwsze miejsce pod względem wielkości aktywów netto oraz wartości udzielonych kredytów. Obecnie Grupa Pekao SA znacznie przyspieszyła proces wewnętrznej integracji.

Przykładem konsolidacji oddolnej może być (nieudana) próba stworzenia tzw. „grupy 4”. Grupę bankowo-ubezpieczeniową miały utworzyć następujące instytucje finansowe: Powszechny Bank Kredytowy w Warszawie SA, Bank Przemysłowo-Handlowy w Krakowie SA, Polski Bank Rozwoju SA oraz Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji Warta SA. Pierwsze dwa banki miały zachować swój uniwersalny charakter, PBR SA zaś zostać przekształcony w bank inwestycyjny. Pierwotnie w skład „grupy 4” miał wejść

również Kredyt Bank SA (byłaby wówczas „grupa 5”), lecz wycofał się z negocjacji po zakupie od NBP Polskiego Banku Inwestycyjnego, który przejął wraz z Prosper Bankiem, tworząc tym samym załączek nowej grupy.

Do niedawna sądzono, że aby prywatyzacja sektora bankowego mogła zostać pomyślnie zakończona, trzeba przezwyciężyć barierę popytu, która wystąpi, jak przypuszczano w momencie wystawienia akcji banków do publicznej sprzedaży. Obawiano się, że polski rynek kapitałowy nie dysponuje wystarczającą ilością środków finansowych, aby wchłonąć emisje walorów kolejnych banków.

Tymczasem wydaje się, że problem, który wywołał długą dyskusję nad drogami przyspieszenia prywatyzacji sektora bankowego, zdecydowanie stracił na znaczeniu. Okazało się, że wbrew obawom zasoby kapitałowe na polskim rynku nie są tak ograniczone, jak przypuszczano. Dowiodły tego przeprowadzone prywatyzacje dużych przedsiębiorstw (wspominanych już: Banku Handlowego i KGHM), których papiery wartościowe zostały w całości wykupione, przy niezaspokojonym popycie inwestorów. Nasuwa się wniosek, że za przeciągającą się prywatyzację banków trudno winić wyłącznie stopień rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Część winy leży po stronie osób odpowiedzialnych za przygotowanie i realizację przekształceń własnościowych w polskim sektorze bankowym. Nie sposób oprzeć się wrażeniu, że nie istnieje spójny plan przemian własnościowych, któremu podlegałby polski sektor bankowy. Odnosi się wrażenie, że zarówno kolejne prywatyzacje, jak i kolejne koncepcje prywatyzacyjne opracowywane są *ad hoc*. Tymczasem przemiany własnościowe przeprowadzane w bankowości są kwestią znacznie cięższą gatunkowo niż te realizowane w sektorze produkcyjnym. Z punktu widzenia interesów państwa chybiona prywatyzacja zakładu produkcyjnego nie może się równać ze źle przeprowadzoną prywatyzacją banku, skutki tej ostatniej mogą bowiem zaważyć na sytuacji całej polskiej gospodarki. Fakt ten nie oznacza jednak, że przemiany własnościowe w polskim sektorze bankowym winny być, uwzględniając opisane okoliczności, odkładane na bliżej nie określoną przyszłość.

4.2. Prywatyzacja w sektorze ubezpieczeniowym

Prywatyzacja sektora ubezpieczeniowego jest kolejnym trudnym problemem, przed którym stoi sektor finansowy. Co ciekawe, rzecz dotyczy praktycznie jednej firmy – PZU SA oraz wydzielonego z jej struktur PZU Życie SA (PZU SA jest właścicielem 99,98% akcji PZU Życie SA). Obie

posiadają udział w obsługiwanych rynkach przekraczający 60%, co zapewnia im praktycznie pozycję monopolisty. Firmy te mogą sobie również pozwolić (jako firmy państwowe) na podejmowanie działań będących na granicy opłacalności. Stanowi to poważne zagrożenie dla innych firm ubezpieczeniowych i wolnej konkurencji na rynku świadczonych przez nie usług. Od dłuższego czasu pojawiają się uzasadnione postulaty, aby prywatyzacja PZU SA nastąpiła tak szybko, jak to tylko możliwe. Sprawa nie jest jednak prosta, gdyż PZU SA nie spełnia ustawowych wymogów kapitałowych (szacunkowe braki wynoszą ok. 400 mln zł)⁴⁷.

Zgodnie z publikowanymi na początku 1996 r. informacjami, prywatyzacja PZU SA miała rozpocząć się na przełomie lat 1996/1997. W założeniach, podczas pierwszego etapu 25% akcji towarzystwa miało zostać sprzedane polskim podmiotom finansowym (z ograniczeniem, że nie więcej niż 5% kapitału mogłoby się znaleźć w posiadaniu jednego inwestora), 10% akcji firmy miała przejąć kadra menedżerska i pozostali pracownicy, natomiast w 1998 r. 25% akcji miał zakupić inwestor zagraniczny. W 1997 r. powstała kolejna koncepcja prywatyzacji PZU SA oraz PZU Życie SA, również niezrealizowana. Zgodnie z tym projektem miała zostać utworzona jednoosobowa spółka skarbu państwa PZU-Grupa SA. Grupa ta dysponowałaby 51% pakietem akcji zarówno PZU SA, jak i PZU Życie SA. Pozostałe 49% akcji PZU SA należałoby do PZU Życie SA, natomiast 48,98% akcji PZU Życie SA posiadałoby PZU SA. Sytuacja taka byłaby konsekwencją zawarcia szeregu transakcji wymiennych pakietami akcji obu spółek ubezpieczeniowych. Taka droga prywatyzacji wyeliminowałaby konieczność sprzedaży części akcji inwestorom zewnętrznym. Przez pewien czas pojawiały się też spekulacje, że kapitałowym wejściem w struktury PZU SA zainteresowana jest Grupa Pekao SA. Trudno ukryć, iż takie połączenie oznaczałoby stworzenie bez wątpienia najsilniejszej na polskim rynku finansowym grupy bankowo-ubebezpieczeniowej. Na razie koncepcja ta pozostaje w sferze planów.

Prywatyzacja PZU SA jest prawdopodobnie jedną z najtrudniejszych prywatyzacji ostatnich lat. Powstają kolejne programy przekształceń własnościowych zawierające coraz to inne metody jej przeprowadzenia. Trudno zrozumieć, jaka jest prawdziwa przyczyna opóźniania prywatyzacji największej polskiej firmy ubezpieczeniowej w sytuacji, gdy pogarsza się jej kondycja finansowa. Zgodnie z przygotowaną wyceną obu spółek wartość PZU SA wynosiła 780 mln zł (przy 170 mln zł straty w roku 1996), natomiast PZU Życie SA – ok. 620 mln zł⁴⁸.

⁴⁷ W przeszłości istniały plany (z realizacji których zrezygnowano), by sprzedać część akcji PZU Życie SA, dzięki czemu zostałby zlikwidowany niedobór środków w PZU SA.

⁴⁸ G. Cydejko, *Między nami swojakami*, „Gazeta Bankowa” 1997, nr 24, s. 7.

Mimo kłopotów PZU SA, rozwojowi całego sektora ubezpieczeniowego bez wątpienia sprzyjają przemiany własnościowe zachodzące w jego otoczeniu gospodarczym. Prywatyzacja winna przyczynić się do wzrostu wartości kapitałów przedsiębiorstw ubezpieczających swój majątek (prywatne firmy zwykle są bardziej skłonne zabezpieczać się od następstw nieszczęśliwych wypadków) oraz do wzrostu zamożności obywateli, którzy coraz częściej korzystają z propozycji firm oferujących ubezpieczenia na życie.

4.3. Reforma sektora ubezpieczeń społecznych

W Polsce została już także przygotowana reforma ubezpieczeń społecznych. W efekcie jej realizacji powstały fundusze emerytalno-rentowe, stanowiące jeden z najważniejszych filarów strony podażowej rynku kapitałowego w krajach wysoko rozwiniętych. Powstawanie kapitałowych funduszy emerytalnych można zaliczyć do procesów prywatyzacji założycielskiej. Fundusze te wcześniej w Polsce nie istniały i stosunkowo niedawno powstały przepisy prawa umożliwiające ich tworzenie. 25 czerwca 1997 r. Sejm uchwalił ustawę o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji części mienia skarbu państwa na cele związane z reformą systemu ubezpieczeń społecznych, 22 sierpnia 1997 r. – ustawę o pracowniczych programach emerytalnych, natomiast 28 sierpnia 1997 r. – ustawę o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Prywatyzacja sektora ubezpieczeń społecznych wiąże się też bezpośrednio z problematyką przekształceń własnościowych sektora produkcyjnego. Zgodnie z uchwaloną w czerwcu 1997 r. ustawą, na potrzeby reformy planuje się przeznaczyć część majątku pozostałych do sprywatyzowania przedsiębiorstw państwowych, których wartość zdaniem Ministerstwa Skarbu Państwa oscyluje w granicach 140 mld zł. Biuro pełnomocnika ds. reformy ubezpieczeń społecznych, ministra Jerzego Hausnera, oszacowało, że na cele reformy należałoby w latach 2000–2005 przeznaczyć ok. 15 mld zł⁴⁹. Przygotowana została lista 52 przedsiębiorstw, przeznaczonych do udziału w reformie, która jednak wciąż budzi zastrzeżenia (nie ma na niej wielu wartościowych firm). Tymczasem Luca Barbone⁵⁰ (główny ekonomista Banku Światowego) wskazuje, że projekty dotyczące reformy ubezpieczeń społecznych, oparte na pozostałym do sprywatyzowania majątku państwowym, mogą być zbyt optymistyczne. Jego zdaniem, analiza stanu owego majątku pokazuje, że do sprywatyzowania w Polsce pozostało jeszcze wiele małych i średnich przedsiębiorstw, przy czym znaczna ich część wymaga restrukturyzacji warunkującej opłacalność ich działania. I choć w rękach skarbu

⁴⁹ I. Chojnacki, *Pierwsze przymiarki*, „Gazeta Bankowa” 1997, nr 27, s. 1.

⁵⁰ L. Barbone, *Decyzja w rękach polityków*, „Gazeta Bankowa” 1996, nr 25, s. 10.

państwa pozostaje jeszcze wiele wysokodochodowych firm, nie wiadomo, czy wyrażą one zgodę na przekazanie swych aktywów do funduszy emerytalnych. „Istnieje raczej możliwość, że przy braku rozwiniętego rynku kapitałowego fundusze emerytalne będą obciążone znaczną liczbą udziałów o niskiej płynności, które będzie trudno zbyć. Takie zagrożenia mogą zablokować i prywatyzację, i system ubezpieczeń społecznych”⁵¹. Trudno nie zgodzić się przynajmniej z częścią tych obaw.

Reforma systemu ubezpieczeń społecznych jest przedsięwzięciem o ogromnym ciężarze gatunkowym. Jej przyszłe rezultaty z punktu widzenia gospodarki i rynku kapitałowego winny być zdecydowanie pozytywne, ale należy sobie zdawać sprawę z faktu, że zanim nastąpią, czeka nas długi i skomplikowany proces wdrażania reformy w życie.

W przypadku **funduszy inwestycyjnych** zagadnienie przekształceń własnościowych nie występuje w sposób bezpośredni, gdyż instytucje te powstały w Polsce dopiero w okresie transformacji systemowej. Natomiast pośrednio, prywatna gospodarka oznacza zwykle wzrost zamożności społeczeństwa, a zatem wzrost ilości środków finansowych lokowanych przez obywateli w różnego typu przedsięwzięciach, w tym również w funduszach inwestycyjnych.

5. Procesy prywatyzacyjne w Polsce – podsumowanie

Problematyka przekształceń własnościowych jest jedną z kwestii wywołujących najwięcej emocji. Zakres i tempo prowadzonych przemian podlegają nieustannej krytyce, zarówno zwolenników przyspieszenia prywatyzacji, jak i osób optujących za jej spowolnieniem. W efekcie trwających sporów, z pola widzenia zanika ekonomiczny sens prowadzonych działań. W krajach postkomunistycznych prywatyzacja postrzegana jest jako operacja podziału istniejącego majątku. Tymczasem „[...] w gospodarce rynkowej wartość aktywów pochodzi nie tyle z ich wartości wewnętrznej, ile z ich sprawności w tworzeniu strumieni dochodu w przyszłości”⁵². Wydaje się, że to stwierdzenie winno skłonić do refleksji osoby poczytujące prywatyzację za wyprzedaż „rodzinnych sreber”. Istnieje bowiem uzasadniona obawa, że wraz z upływem czasu reprezentujący jeszcze określoną wartość majątek może po prostu zamienić się w bezwartościowy spadek z przeszłości. Z ekonomicznego punktu widzenia jak najszybsze zakończenie pocesu przemian własnościowych winno stać się kwestią priorytetową.

⁵¹ Tamże.

⁵² P.H. Dembiński, *Usankcjonować ukrytą prywatyzację*, „Życie Gospodarcze” 1995, nr 39, s. 8.

W niniejszym rozdziale zostały zaprezentowane metody prywatyzacji stosowane w polskiej gospodarce. Uwzględniając jednak przewodni cel pracy – wykazanie wpływu prywatyzacji na rozwój polskiego rynku kapitałowego, niektórym z nich poświęcono więcej uwagi niż pozostałym (np. Programowi Powszechnej Prywatyzacji).

W rozdziale pierwszym wskazano, iż budowa rynku kapitałowego w Polsce rozpoczęła się właściwie wraz z początkiem realizowania reform transformacji ustrojowej. Jako że nie był to proces spontaniczny (taki mógłby trwać całe lata), potrzebna była jego synchronizacja z innymi przemianami w otoczeniu gospodarczym. Zdawali sobie z tego sprawę także twórcy prawa konstytuującego przemiany własnościowe. Z tego też względu znacznie większy nacisk położyli na określenie warunków prywatyzacji prowadzonej drogą pośrednią, tzw. prywatyzacji kapitałowej. Obszernie wypowiedział się w tej kwestii Janusz M. Dąbrowski⁵³, który przypomniał, iż w momencie startu prywatyzacji uważano, iż najbardziej efektywną jej procedurą będzie formuła sprzedaży ekwiwalentnej, czyli tzw. prywatyzacja kapitałowa. Początkowo zakładano, że tą drogą będzie się prywatyzować ponad 100 firm rocznie. Kolejnych 200, 300 firm miało być prywatyzowane poprzez sprzedaż lub wniesienia mienia firm do spółki w ramach likwidacji prywatyzacyjnej. Duże nadzieje wiązano z Programem Powszechnej Prywatyzacji, dzięki któremu właściciele miało znaleźć kolejne 2 tys. firm państwowych. Sądzone, że tak obecnie popularny leasing pracowniczy czy też likwidacja upadłościowa będą jedynie uzupełnieniem głównego nurtu przemian własnościowych.

Przedstawione założenia wskazują, iż gdyby prywatyzacja przebiegała zgodnie z wytyczonym przez nie kierunkiem, na rynku kapitałowym znajdowałoby się ok. 500 firm sprywatyzowanych w drodze pośredniej oraz blisko 2 tys. firm pochodzących z programu prywatyzacji masowej. Oznacza to, że kapitalizacja rynku papierów wartościowych byłaby prawdopodobnie bez porównania większa niż obecna. Tymczasem rzeczywistość zupełnie rozminęła się z tymi planami. Dowodzą tego dane zamieszczone w tabeli 2.4.

Z istniejących na koniec 1990 r. 8441 przedsiębiorstw państwowych do roku 1996 przekształceniami objęto 3799 przedsiębiorstw (45%). Widać zatem, że w ciągu minionych lat w ujęciu ilościowym nie został przekroczony próg 50%. Z objętych przekształceniami 3799 przedsiębiorstw procesy prywatyzacji zostały zakończone zaledwie w 1991 (ok. 52%), w tym wypadku udało się przekroczyć granicę 50%. Z tego najwięcej przedsiębiorstw sprywatyzowano w drodze prywatyzacji bezpośredniej z art. 37 ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych – 1243 (co stanowi ok. 62% wszystkich sprywatyzowanych przedsiębiorstw oraz ok. 33% prywatyzacji rozpoczętych).

⁵³ J.M. Dąbrowski, *Blaski i cienie polskiej prywatyzacji. Bilans czterech lat*, „Przegląd Organizacji” 1994, nr 6, s. 4.

TABELA 2.4. Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych realizowane w latach 1990–1996

Wyszczególnienie	1990–1991	1992	1993	1994	1995	1996	Razem
Przedsiębiorstwa objęte procesami przekształceń własnościowych ogółem	1 249	807	470	484	455	335	3 799
Przedsiębiorstwa sprywatyzowane z art. 37 ustawy o p.p.p.	182	293	232	238	109	189	1 243
Przedsiębiorstwa sprywatyzowane z art. 19 ustawy o p.p.	19	67	100	117	93	168	564
Przedsiębiorstwa sprywatyzowane z art. 5 i art. 6 ustawy o p.p.p.	27	24	48	35	26	24	184

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Dynamika przekształceń...*

Przedsiębiorstwa będące w trudnej sytuacji ekonomicznej, przekształcane na podstawie art. 19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych (zakończonych prywatyzacji 564), stanowiły ponad 28% wszystkich sprywatyzowanych przedsiębiorstw oraz blisko 15% prywatyzacji rozpoczętych. Warto również przyjrzeć się efektom prywatyzacji kapitałowej, której przypisywano tak ważną rolę w procesie transformacji polskiej gospodarki. Przy wykorzystaniu tej metody w rozpatrywanym okresie 1990–1996 sprywatyzowano zaledwie 184 przedsiębiorstwa (ok. 9% prywatyzacji zakończonych, zaledwie niecałe 5% prywatyzacji rozpoczętych). Należałoby dodać, iż w obrocie publicznym znalazło się zaledwie 29 ze 184 spółek – jedynie niecałe 2% wszystkich sprywatyzowanych przedsiębiorstw. Wydaje się, że w świetle pierwotnych planów dotyczących roli prywatyzacji kapitałowej jest to wielkość zaskakująco mała. Podobnie jak w przypadku prywatyzacji kapitałowej, nie sprawdziły się również plany odnośnie do programu prywatyzacji masowej oraz rezultatów prywatyzacji likwidacyjnej. Zamiast 2 tys. firm włączonych do PPP na koniec 1996 r. było ich zaledwie 512. Obecnie program ten jest nadal w trakcie realizacji, stąd trudno oszacować, jaki wpływ wywrze ostatecznie na rozwijający się rynek kapitałowy. Jak dotąd bezdyskusyjne wydają się dwa fakty – powstanie nowego typu podmiotu rynku kapitałowego, jakim są Narodowe Fundusze Inwestycyjne oraz budowa nowego segmentu tegoż rynku – regulowanego rynku pozagiełdowego. Ponadto część spółek tzw. parterowych z pewnością znajdzie się na giełdowym parkiecie, a druga część poszuka inwestorów poprzez rynek pozagiełdowy.

To krótkie zestawienie efektów procesów prywatyzacyjnych realizowanych w latach 1990–1996 wskazuje, iż odbiegły one zdecydowanie od założeń przyświecających twórcom polskiej ustawy prywatyzacyjnej. Prywatyzacja kapitałowa objęła zaledwie 184 przedsiębiorstwa – w tym dominującą drogą stała się sprzedaż akcji inwestorom strategicznym, nie zaś w trybie oferty publicznej (ścieżka bardzo istotna z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego). Sprzedaż akcji w drodze przetargu miała miejsce tylko w trzech przypadkach.

Dominującą formą przemian własnościowych w polskiej gospodarce stała się prywatyzacja likwidacyjna, której przyznawano na początku znacznie mniejsze znaczenie niż prywatyzacji kapitałowej. Zaskoczeniem stał się również fakt, iż ścieżka ta została bezwzględnie zdominowana przez metodę, która z założenia miała mieć drugorzędne znaczenie – leasing pracowniczy.

Wydaje się, że taki, a nie inny obraz przemian własnościowych wynika z pewnych szczególnych cech polskiej prywatyzacji⁵⁴:

1) niespotykanie wysokiego stopnia jej uspołecznienia; w konsekwencji państwo jest w bardzo dużym stopniu zależne od zgody pracowników

⁵⁴ J.M. Dąbrowski, *Blaski i cienie...*, s. 3.

przedsiębiorstwa na prywatyzację, co nie zawsze idzie w parze z jego dobrze pojętym interesem;

2) wysokiego stopnia centralizacji i formalizacji procesów decyzyjnych, także w dziedzinach, które mają bezpośredni wpływ na jakość i zasięg przemian własnościowych, takich jak np. rynek papierów wartościowych – w pełni kontrolowany przez państwo;

3) jej wyraźnie pracowniczego odchylenia – zgodnie z obowiązującą do kwietnia 1997 r. ustawą o p.p.p. pracownicy przedsiębiorstwa mogli otrzymać do 20% jego akcji za pół ceny, z ustawą o NFI i nową ustawą o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych – do 15% akcji darmo; ponadto stworzono korzystne warunki przejmowania przedsiębiorstw w ramach tzw. leasingu pracowniczego, które zdecydowanie spopularyzowały tę ścieżkę (dane powyżej);

4) upolitycznienia procesu przekształceń własnościowych, co wpłynęło hamująco na prywatyzację, która stanowiła często kartę przetargową w różnego rodzaju rozgrywkach politycznych czy też kampaniach wyborczych.

Jak wcześniej wskazano, w procesie prywatyzacji polskiej gospodarki pod względem ilościowym dominuje zdecydowanie prywatyzacja likwidacyjna. Tymczasem analizując przebieg procesów przekształceń własnościowych od strony jakościowej, widać, iż sytuacja wygląda dokładnie odwrotnie.

Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w drodze kapitałowej mają w przeważającej części inwestora strategicznego, który potrafi dobrze zadbać o ich interesy (co ciekawe, często jego działania mają również aprobatę załogi). Przedsiębiorstwa, których akcje znajdują się w publicznym obrocie, to zwykle firmy duże, o ugruntowanej pozycji na rynku, będące z reguły w dobrej sytuacji finansowej.

W przypadku najpopularniejszej drogi prywatyzacji bezpośredniej – leasingu pracowniczego, sytuacja jest mało optymistyczna. Uważa się, iż jedynie 20% spółek powstałych w ten sposób ma szansę bezpiecznie funkcjonować w okresie średnim i długim (w krótkim – 60%)⁵⁵. Głównym problemem tych spółek są znaczne braki kapitału, a także z tym związane: wysokie zadłużenie, stosunkowo niska płynność finansowa, brak skłonności i możliwości inwestowania, niska innowacyjność oraz mała ekspansywność rozwojowa. Do tego dochodzi jeszcze niska dynamika procesów koncentracji struktury własności i niska kapitalizacja. Stawia to pod znakiem zapytania możliwości egzystencji tej grupy spółek w konkurencyjnej gospodarce wolnorynkowej.

Przedstawione fakty wskazują, że ilość nie zawsze przechodzi w jakość, na co warto zwrócić uwagę, przeciwstawiając efekty prywatyzacji kapitałowej rezultatom prywatyzacji likwidacyjnej.

⁵⁵ J.M. Dąbrowski, J. Szomburg, T. Kamiński, *Efekty prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Wyniki badań*, „Przegląd Organizacji” 1995, nr 2, s. 30.

Od dłuższego czasu coraz częściej pojawiają się opinie wskazujące, że procesy przekształceń własnościowych w polskiej gospodarce uległy znacznemu spowolnieniu. Analizując dane z okresu 1990–1996, trudno się z tym stwierdzeniem nie zgodzić. Gdzie wobec tego mogą leżeć przyczyny takiego stanu rzeczy?

Ogólnie można mówić o barierach wstrzymujących prywatyzację, a występujących po stronie popytowej (możliwości nabywcze potencjalnych przyszłych właścicieli) lub/i stronie podażowej (liczba przedsiębiorstw, w których procesy przekształceń własnościowych rozpoczęły się i w których się zakończyły)⁵⁶. Wydaje się, że w pierwszym okresie reformowania gospodarki główne przyczyny hamujące procesy przemian własnościowych w Polsce leżały po stronie podażowej. Zasadność tej tezy potwierdzają dane zawarte w tabelach 2.1 i 2.2. Widać wyraźnie, że stosunek liczby przedsiębiorstw sprywatyzowanych do liczby przedsiębiorstw, w których rozpoczęto procesy prywatyzacji, wyrażał się niską wielkością (z wyjątkiem grupy przedsiębiorstw przekształcanych z art. 37 ustawy o p.p.p.). Przyczyn takiego stanu rzeczy można poszukiwać w następujących czynnikach⁵⁷:

1) występujące bodźce ekonomiczne, polityczne i społeczne; ich oddziaływanie nie zawsze było i jest jednokierunkowe; bodźce ekonomiczne wskazują konieczność jak najszybszej prywatyzacji, bodźce polityczne działają zmiennie, w zależności od programu partii sprawującej rząd, bodźce społeczne zaś działają raczej hamująco (społeczne pretensje co do zasadności ustalenia ceny i warunków sprzedaży prywatyzowanego majątku);

2) procedury prowadzenia prywatyzacji – w większości długotrwałe (szczególnie w przypadku prywatyzacji kapitałowej) i scentralizowane;

3) bariery prawne – postanowienia ustawy z 1990 r. nie zawsze odpowiadały wymogom rzeczywistości, nowa ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych weszła w życie dopiero 8 kwietnia 1997 r.;

4) ciągle istniejące niejasności w statusie własnościowym majątku części przedsiębiorstw państwowych;

5) ekonomiczny stan przedsiębiorstw – często przed prywatyzacją wymagają one gruntownej restrukturyzacji.

Mimo upływającego czasu trudno zauważyć, aby któryś z wymienionych problemów został ostatecznie rozwiązany. Przedsiębiorstwa, które oczekują na sprywatyzowanie, zaczynają powoli różnicować się na dwie grupy: z jednej strony duże, zasobne firmy, których sprzedaż bywa nazywana „wyprowadzaniem rodzinnych sreber”, takie jak Telekomunikacja Polska, Petrochemia Płocka,

⁵⁶ Uwarunkowania procesów przekształceń własnościowych w Polsce zostały szeroko omówione w opracowaniu Z. Stańka, *Bariery i uwarunkowania systemowe procesu przekształceń własnościowych* zamieszczonym w miesięczniku „Prywatyzacja” 1994, nr 11, s. 1–10.

⁵⁷ L. Balcerowicz, *Determinanty i kierunki...*, s. 8–10.

LOT itd., z drugiej zaś małe i średnie zakłady będące w złej sytuacji finansowej, których przyszłość jest na razie wielką niewiadomą. Prywatyzacja obu przedstawionych grup może okazać się problematyczna. W pierwszym przypadku istnieje obawa, że rynek kapitałowy dysponuje za małym potencjałem finansowym, aby pomyślnie przeprowadzić prywatyzację wymienionych potentatów ekonomicznych. Natomiast grupa małych zakładów z dużymi problemami finansowymi może po prostu nie znaleźć nabywców. Tym samym obok wspomnianej wcześniej bariery podażowej uwidacznia się druga z możliwych barier – popytowa. Jej wystąpienie oznacza konieczność znalezienia odpowiedzi na proste pytanie: kto kupi te przedsiębiorstwa? W tym momencie analiza przenosi się z problematyki *stricte* prywatyzacyjnej na zagadnienie rynku kapitałowego. Poszukując odpowiedzi na pytanie – kto byłby zainteresowany kupnem wymienionych przedsiębiorstw, wkraczamy w badania dotyczące rynku papierów wartościowych, a ściślej rzecz ujmując – jego strony podażowej (kapitałodawców). Korzystając z informacji zawartych w rozdziale pierwszym, można założyć, że byłiby to inwestorzy instytucjonalni działający na polskim rynku kapitałowym. W zależności od specyfiki działania mogliby oni nabyć zarówno papiery wartościowe dużych przedsiębiorstw (w tym wypadku głównie jako inwestorzy pasywni), jak i przedsiębiorstw wymagających restrukturyzacji (jako inwestorzy aktywni). Problem jednak w tym, że grupa inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym nie jest jak dotąd zbyt duża. Zmianę tego stanu rzeczy może spowodować dalsza prywatyzacja, tym razem jednak sektora finansowego.

Między postępami prywatyzacji a procesem rozwoju rynku kapitałowego istnieje sprzężenie zwrotne. Zjawiska te wzajemnie na siebie oddziałują. W niniejszej pracy badana jest zależność jednokierunkowa: wpływ prywatyzacji na rozwój polskiego rynku kapitałowego. Jednak wnioski płynące z tego rozdziału potwierdzają, że również stan rynku kapitałowego warunkuje tempo i jakość prywatyzacji. Wymagając przyspieszenia i zakończenia procesów prywatyzacji, nie należy o tym zapominać.

ROZDZIAŁ III

ROLA PRZEMIAN WŁASNOŚCIOWYCH W PROCESIE BUDOWY I ROZWOJU POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

Trudno nie zauważyć zbieżności tytułu rozdziału trzeciego z tytułem pracy. Nie jest to jednak przypadkowe podobieństwo, a konsekwencja przyjęcia określonego planu. Zadaniem dwóch pierwszych rozdziałów była prezentacja wybranych elementów polskiej gospodarki: rynku kapitałowego i procesów prywatyzacji. Zjawiska te są ze sobą połączone – istnieje między nimi sprzężenie zwrotne. Z jednej strony przemiany własnościowe przyczyniły się do powstania rynku kapitałowego i stymulują jego rozwój, z drugiej zaś – rynek kapitałowy wpływa na przebieg procesów przekształceń własnościowych. Celem rozdziału trzeciego jest przedstawienie jednego z wymienionych powiązań – wpływu prywatyzacji na rozwój polskiego rynku kapitałowego. Niniejsza analiza koncentruje się zatem na badaniu zależności jednokierunkowej. Wybór ten został dokonany świadomie. Jest on rezultatem przyjęcia w pracy założenia, iż procesy zmian formy własności w gospodarce z państwowej na prywatną są, czy też winny być, pierwotne w stosunku do procesów formowania się rynku kapitałowego. Stawiając taką tezę, można pokusić się o próbę odpowiedzi na pytanie: czy byłoby możliwe funkcjonowanie gospodarki o przeważającym udziale prywatnych środków własności produkcji bez udziału rynku kapitałowego? Choć jest to zagadnienie czysto teoretyczne, wydaje się, że możliwość taka nie byłaby wykluczona przy założeniu, iż całokształt funkcji rynku kapitałowego realizowany byłby przez bardzo sprawny system bankowy. Na pytanie przeciwne: czy jest możliwe funkcjonowanie rynku kapitałowego w kraju o gospodarce centralno-nakazowej – odpowiedź jest zdecydowanie negatywna. Istotą systemu scentralizowanego, w którym dominuje państwowa własność środków produkcji, jest brak możliwości swobodnego podejmowania decyzji ekonomicznych przez podmioty gospodarcze, a taka właśnie swoboda wyboru jest warunkiem koniecznym, choć niedostatecznym, istnienia rynku kapitałowego. Rynek kapitałowy, który stwarza warunki do swobodnego przepływu środków finansowych między kapitałodawcami a kapitałobiorcami, nie ma racji bytu w systemie o charakterze nakazowo-rozdzielczym.

Pewnym potwierdzeniem zasadności występowania w procesie transformacji gospodarczej przedstawionej sekwencji wydarzeń jest również kolejność powstawania aktów prawnych, konstytuujących przemiany własnościowe i powstanie rynku kapitałowego. Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych została uchwalona 13 lipca 1990 r., natomiast prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych Sejm przyjął 22 marca 1991 r. Rozpoczęcie działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, które nastąpiło 16 kwietnia 1991 r., było możliwe na skutek pojawienia się w publicznym obrocie akcji 5 sprywatyzowanych przedsiębiorstw, przekształconych zanim ich papiery wartościowe znalazły się w obrocie rynkowym. Przemiany własnościowe są niewątpliwie jednym z kluczowych czynników, dzięki którym polski rynek finansowy został wzbogacony o jakże istotną składową – rynek kapitałowy¹.

Celem rozdziału trzeciego jest pokazanie wpływu, jaki wywarły przekształcenia własnościowe na polski rynek kapitałowy oraz próba oszacowania konsekwencji dalszych przemian własnościowych realizowanych w wybranych sektorach gospodarki dla tegoż rynku. Wnioski płynące z treści tego rozdziału będą w dużej mierze stanowiły ostateczne podsumowanie całej pracy.

1. Wpływ przemian własnościowych na strukturę organizacyjną polskiego rynku kapitałowego

Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego została dokonana w rozdziale pierwszym. Krótkie jej przypomnienie winno jednak stanowić dobry punkt wyjścia do dalszych analiz.

Rynek kapitałowy, jak każdy inny rynek, składa się z określonych elementów: uczestników, organizatorów, pośredników oraz instrumentów, funkcjonujących na podstawie konkretnych regulacji prawnych. Wszystkie one są połączone siecią wzajemnych powiązań i zależności. Organem nadzorującym działanie rynku jest Komisja Papierów Wartościowych. Do instytucji „organizujących” obrót można zaliczyć domy maklerskie oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Ponadto istnieją instytucje pośredniczące w obrocie. Należą do nich: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz sieć domów maklerskich wraz ze spółką CeTO, tworzące system regulowanego rynku pozagiełdowego.

Jak na każdym innym rynku, również na rynku kapitałowym działają uczestnicy reprezentujący popyt i podaż. Strona popytowa to podmioty

¹ Praca nie uwzględnia wpływu innych aspektów ekonomicznych (np. relacji między rynkiem kapitałowym a pozostałymi składowymi rynku finansowego), społecznych (jak społeczne przyzwolenie dla wprowadzanych reform) i politycznych na rozwój rynku kapitałowego.

zgłaszające zapotrzebowanie na wolne kapitały. W warunkach rozwiniętej gospodarki rynkowej są to głównie przedsiębiorstwa, dla których rynek kapitałowy stanowi alternatywne źródło finansowania inwestycji. Stronę podażową tworzą dwie główne grupy inwestorów: indywidualni i instytucjonalni – przede wszystkim osoby fizyczne oraz różnego typu fundusze.

Co istotne, większość wymienionych podmiotów może działać i działa zarówno w sferze popytu, jak i podaży. Na przykład działające na rynku kapitałowym przedsiębiorstwa występują przede wszystkim jako kapitałobiorcy, ale część z nich inwestuje tu również swoje zyski. Fundusze inwestycyjne zamknięte (których działalność nie jest jeszcze regulowana przez polskie prawo) należą do grupy kapitałodawców – inwestorów instytucjonalnych, ale ich akcje znajdują się w obrocie na różnych segmentach rynku kapitałowego. Co zatem stanowi kryterium przynależności danej grupy podmiotów do strony podażowej bądź popytowej rynku kapitałowego? Wydaje się, że kryterium takim może być główny cel, dla którego realizacji owa grupa decyduje się uczestniczyć w rynku kapitałowym. Przykładowo, należące zwykle do strony popytowej przedsiębiorstwa pragną za pośrednictwem rynku kapitałowego przede wszystkim zebrać środki finansowe, aby rozszerzyć produkcję, rzadko decydują się natomiast na samodzielną działalność inwestycyjną. Przeciwnie jest w wypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych (uczestników strony podażowej). One pomnażają zyski właśnie poprzez inwestowanie w intratne przedsięwzięcia, m.in. na rynku kapitałowym, natomiast obecność ich walorów na tym rynku jest przede wszystkim konsekwencją przyjęcia określonej prawnej formy działania.

Narzędziem pozwalającym dokonywać transakcji między stronami rynku są instrumenty finansowe. Z upływem czasu polski rynek kapitałowy wzbogaca się o nowe instrumenty lub też nowe odmiany już istniejących (np. świadectwa udziałowe bądź też obligacje zamienne, których emisję umożliwiła ustawa o obligacjach z 1995 r.).

Rynek kapitałowy rządzi się podobnymi prawami jak klasyczny rynek towarowy. Zatem aby mógł się harmonijnie i dynamicznie rozwijać, muszą zostać spełnione określone warunki. Wydaje się, że jednym z najważniejszych warunków jest konieczność zrównoważenia popytu z podażą w długim okresie. W krótkim okresie jest rzeczą naturalną, że popyt nie zawsze odpowiada podaży i *vice versa*. Dzięki tym niedostosowaniom rynek jest strukturą dynamiczną, podlegającą ciągłym przeobrażeniom. Jednak w długim okresie nie jest to sytuacja pożądana. Trwająca zbyt długo wyraźna przewaga którejś ze stron rynku może zapoczątkować proces stagnacji jego rozwoju bądź co gorsza – degenerację. Rynek kapitałowy podlega prawom działania rynku, choć towarem jest tu pieniądz – kapitał.

Budowa polskiego rynku kapitałowego prowadzona była od podstaw. Musiały zostać uchwalone właściwe akty prawne, konstytuujące jego działanie

oraz powołane odpowiednie instytucje w strukturze organizacyjnej. Pojawiła się również kwestia wykreowania popytu i podaży, „przyciągnięcia” grup kapitałobiorców i kapitałodawców, którzy byliby zainteresowani pozyskiwaniem kapitału i inwestowaniem na rynku kapitałowym.

Powstawanie strony popytowej zbiegło się z rozpoczęciem procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Prywatyzacja przyczyniła się i nadal przyczynia do jej rozwoju, choć w coraz mniejszym stopniu. Coraz znaczącą rolę zaczynają odgrywać przedsiębiorstwa prywatne, z których część dysponuje już wystarczającym potencjałem ekonomicznym, by ubiegać się o pozyskanie środków finansowych za pośrednictwem rynku kapitałowego. Z punktu widzenia rozwoju każdego rynku, nie tylko kapitałowego, sekwencja wydarzeń – najpierw kreacja popytu na dane dobro, w dalszej kolejności uruchomienie jego podaży – wydaje się uzasadniona. Wystąpienie popytu na kapitał winno spowodować pojawienie się podmiotów gotowych go dostarczyć. Można przypuszczać, iż pierwotnie zakładano, że w pierwszej fazie rozwoju rynku kapitał będzie pochodził w przeważającej mierze od inwestorów indywidualnych oraz inwestorów zagranicznych. Dopiero w następnej kolejności mieli się pojawić polscy inwestorzy instytucjonalni. Przyczyna tego stanu rzeczy wydaje się prosta. Prywatyzacja funkcjonujących instytucji finansowych dopiero się rozpoczynała, natomiast dla instytucji, które nie istniały wcześniej w polskiej gospodarce, nie było prawnych podstaw działania. W rezultacie zamiast synchronicznego rozwoju strony popytowej i podażowej, w pierwszym okresie budowy rynku można było zaobserwować rozwój zdecydowanie jednostronny – strony popytowej. W kolejnej fazie podaż zaczęła górować nad popytem. Obecnie, przynajmniej na razie, sytuacja jest zrównoważona. Jaka jest rola przemian własnościowych w procesie kształtowania się polskiego rynku kapitałowego? Dyskusja nad tym problemem stanowi treść rozdziału trzeciego.

Budowa rynku kapitałowego rozpoczęła się od stworzenia regulacji prawnych oraz instytucji, które nadzorowałyby jego działanie oraz „obsługiwały” jego uczestników. W pierwszej kolejności zostanie zbadany wpływ, jaki wywarły i wywierają przemiany własnościowe na tę właśnie grupę.

1.1. Komisja Papierów Wartościowych i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

Wydaje się, że uzasadnione jest łączne badanie wpływu prywatyzacji na te dwie instytucje. W obu przypadkach trudno bowiem mówić o bezpośrednim wpływie prywatyzacji na ich działanie, mamy tu raczej do czynienia z oddziaływaniem pośrednim. Całokształt przemian własnościowych w gospodarce

umożliwił rozpoczęcie budowy struktur rynku kapitałowego, w ich następstwie powstał zaś organ nadzorczy tego rynku – Komisja Papierów Wartościowych. Równie pośredni wpływ miała prywatyzacja na powstanie Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. W wyniku realizowanych prywatyzacji przedsiębiorstw na rynku pojawiły się papiery wartościowe. Niezbędna była instytucja, która sprawowałaby pieczę nad znajdującymi się w publicznym obrocie walorami, dzięki czemu został powołany KDPW. Choć prywatyzacja przyczyniła się do rozpoczęcia działalności przez KPW i KDPW, to jednak trudno znaleźć bezpośrednie związki między postępiami prywatyzacji a ich dalszym rozwojem.

1.2. Domy maklerskie

Powstawanie domów maklerskich wiąże się wprost z początkiem funkcjonowania rynku kapitałowego. Stanowią one „ogniwo pośredniczące” między stronami dokonującymi transakcji papierami wartościowymi. Wypływa stąd wniosek, że jednym z najistotniejszych warunków ich powstawania jest istnienie w publicznym obrocie papierów wartościowych, co z kolei wymaga występowania na rynku podmiotów uprawnionych do ich emitowania. Wydaje się, że ilość i potencjał kapitałowy domów maklerskich są bezpośrednio zależne od rezultatów działań prywatyzacyjnych, w wyniku których biura maklerskie zyskują klientów (inwestorów dokonujących lokat oraz spółki przeprowadzające emisje papierów wartościowych).

Kolejnym efektem działań prywatyzacyjnych, mającym bezpośredni wpływ na przedsiębiorstwa maklerskie, jest zwiększanie oferowanego przez nie zakresu usług. Wraz z rozwojem rynku kapitałowego rośnie zapotrzebowanie na coraz bardziej profesjonalną obsługę podmiotów tego rynku. Domy maklerskie przestają pośredniczyć w prostym nabywaniu i sprzedaży papierów wartościowych. Rozszerzająca się oferta skierowana jest zarówno do emitentów, jak i inwestorów. Niewątpliwie jest to efektem rosnącej konkurencji między biurami, jako że spadek zainteresowania lokatami na rynku kapitałowym, notowany w latach 1994–1995, przyczynił się do zmiany postawy domów maklerskich. W celu utrzymania się na rynku, musiały one podjąć walkę o pozyskanie jak największej liczby aktywnych i zasobnych inwestorów. Stąd też, oprócz stopniowej rezygnacji z pobierania opłat za otwarcie i prowadzenie rachunku oraz konieczności wpłacania ustalonej kwoty minimalnej przy otwieraniu rachunku, biura maklerskie zaczęły oferować pakiety nowych usług, tj.:

- oprocentowanie środków finansowych przechowywanych na rachunku,
- możliwość odroczenia płatności za nabywane walory (przeciętnie 3 dni),

- możliwość składania zleceń poprzez fax i telefon,
- kredyty na zakup akcji,
- doradztwo finansowe,
- zarządzanie pakietem papierów wartościowych,
- pośredniczenie w zakupie jednostek uczestnictwa funduszy powierniczych,
- przechowywanie papierów wartościowych na zlecenie,
- pośredniczenie w obrocie świadectwami udziałowymi i akcjami spółek uczestniczących w programie NFI,
- obrót papierami nie dopuszczonymi do publicznego obrotu.

Za wielką szansę umocnienia pozycji biur maklerskich na rynku kapitałowym uważano realizację Programu Powszechnej Prywatyzacji. Pomijając fazę pierwszą – przygotowawczą, w fazie drugiej – organizacyjnej domy maklerskie aktywnie uczestniczyły w obracaniu świadectwami udziałowymi oraz organizowaniu alokacji bezpłatnych akcji pracowniczych, natomiast w fazie trzeciej – pośredniczyły w wymianie zdematerializowanych świadectw udziałowych na akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

Bardzo ważnym zadaniem dla biur maklerskich było także zorganizowanie regulowanego rynku pozagiełdowego, którego powstanie łączy się bezpośrednio z uruchomieniem Programu Powszechnej Prywatyzacji. W maju 1995 r. podczas III Zjazdu Zespołu Domów Maklerskich została powołana Grupa Strategiczna ds. Zorganizowania Obrotu Pozagiełdowego. W efekcie jej prac 29 stycznia 1996 r. powstała spółka akcyjna – Centralna Tabela Ofert (CeTO SA), której głównym zadaniem stało się zbudowanie, a następnie nadzór nad działaniem polskiego rynku pozagiełdowego. Akcjonariuszami spółki CeTO zostały 43 domy maklerskie, które zyskały uprawnienia do zawierania transakcji poprzez OTC (biura maklerskie, które nie zdecydowały się przystąpić do CeTO, wykluczyły się automatycznie z działalności na OTC). Ważną zaletą narodzin OTC z punktu widzenia domów maklerskich jest niewątpliwie możliwość zdywersyfikowania pola działalności biur – od rynku regulowanego giełdowego, poprzez regulowany pozagiełdowy, do rynku papierów wartościowych nie będących w publicznym obrocie.

Przyszłość domów maklerskich uzależniona jest od perspektyw rozwoju rynku kapitałowego, wynikających przede wszystkim z atrakcyjności jego oferty w stosunku do innych lokat inwestycyjnych.

Podsumowując dotychczasowe rozważania, można stwierdzić, że prywatyzacja miała pewien wpływ na budowę ram organizacyjnych rynku kapitałowego. Zauważalna jest tu jednak przewaga wpływu pośredniego nad bezpośrednim. Przekształcenia własnościowe przyczyniły się do zmiany profilu polskiej gospodarki, czego dalszym efektem stało się m.in. powstanie rynku kapitałowego wraz z instytucjami nadzorującymi i organizującymi jego działalność. Prywatyzacja definiowana jest w niniejszej pracy jako zmiana z państwowego

na prywatnego – właściciela podmiotu już istniejącego bądź wykonawcy usługi już oferowanej. Patrząc z tego punktu widzenia, instytucje istniejące w strukturze organizacyjnej rynku kapitałowego, które zostały zbudowane od podstaw, nie miały z prywatyzacją rozumianą jako denacjonalizacja bezpośredniego związku. Takiej zależności należałoby zatem szukać poza systemem organizacyjnym rynku papierów wartościowych. Pozostaje analiza działalności strony popytowej i podaźowej tego rynku, które tworzone są w dużej mierze właśnie przez podmioty podlegające procesom przekształceń własnościowych.

2. Oddziaływanie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych na powstanie i rozwój rynku kapitałowego

Jak już wspomniano, harmonijny rozwój każdego rynku uzależniony jest przede wszystkim od równomiernego rozwoju jego dwóch stron – popytowej i podaźowej. Co oznacza to w praktyce? Popyt i podaż są tworzone przez grupy podmiotów, z których jedna grupa zgłasza zapotrzebowanie na dane dobro, a druga dobro to dostarcza. W przypadku rynku kapitałowego towar jest specyficzny, jest nim mianowicie kapitał. Harmonijny rozwój rynku występuje wówczas, gdy rosnącemu zapotrzebowaniu na kapitał odpowiada rosnąca w podobnym tempie jego podaż (oraz *vice versa*).

Jak wskazano w rozdziale pierwszym, na polskim rynku papierów wartościowych popyt na kapitał zgłaszany jest przez następujące podmioty:

- państwo,
- miasta i gminy,
- banki,
- przedsiębiorstwa.

Z tej grupy procesom prywatyzacji poddawane są banki oraz przedsiębiorstwa. Jeśli traktować banki jako przedsiębiorstwa, które poszukują na rynku kapitałowym środków finansowych na rozszerzenie prowadzonej działalności, zasadne staje się po prostu włączenie ich do grupy przedsiębiorstw.

Zadaniem bieżącego podrozdziału jest zbadanie wpływu, jaki wywarła i wywiera prywatyzacja sektora przedsiębiorstw państwowych na rynek kapitałowy, ściślej rzecz ujmując na jego część regulowaną. W rezultacie nałożenia takiego ograniczenia, zakres badań zawęża się do analizy wpływu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych na publiczny obrót papierami wartościowymi.

Niniejsza praca nie porusza w zasadzie kwestii wpływu prywatyzacji na rynek niepubliczny. Przyczyny tego są dwie. Po pierwsze, prywatyzacja

przedsiębiorstw państwowych nie wywiera znaczącego wpływu na całokształt obrotów tego segmentu rynku kapitałowego. Po drugie, transakcje zawierane na rynku niepublicznym nie są ewidencjonowane przez żadną specjalną instytucję, nie sposób więc ocenić ich wartości. Przyjmując założenie, że dokonywana analiza będzie dotyczyć wpływu procesów przekształceń własnościowych na publiczny obrót papierami wartościowymi, wydaje się zasadne podzielenie rynku publicznego, według kryterium podmiotu oferującego papiery wartościowe, na rynek pierwotny i wtórny.

2.1. Rynek pierwotny

Zgodnie z ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, publiczny obrót pierwotny to proponowanie przez emitenta nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabywanie takich praw (nowa ustawa wprowadza jeszcze jeden podmiot zbywający – subemitenta usługowego). Głównym celem emisji jest zwykle zebranie przez emitenta środków finansowych na planowane przez niego inwestycje. Taki cel przyświeca emisjom dokonywanym przez spółki prywatne. Z odmienną sytuacją mamy do czynienia w przypadku prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych winna doprowadzić do realizacji pewnych wytyczonych celów. Emisja papierów wartościowych przeprowadzana w toku działań prywatyzacyjnych ma przede wszystkim umożliwić zebranie zaplanowanych w budżecie państwa środków finansowych, nie zaś zasilić nimi przedsiębiorstwa. Drugim celem jest zbycie przez państwo praw własności do posiadanych papierów wartościowych – w tym wypadku akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw, czyli dokonanie realnej prywatyzacji. Choć istniałaby możliwość zastosowania metody prywatyzacji polegającej na podwyższeniu kapitału akcyjnego przedsiębiorstwa poprzez emisję nowych akcji i objęcie tychże akcji przez osoby trzecie, to wspomniane rozwiązanie nie leży w interesie skarbu państwa. Środki uzyskane z udostępnienia akcji istniejących trafiają bowiem do skarbu państwa, natomiast nowych akcji – do spółki² (możliwe jest również jednoczesne udostępnienie akcji przez skarb państwa oraz podwyższenie kapitału akcyjnego przedsiębiorstwa w drodze nowej emisji).

W tej sytuacji papiery wartościowe emitowane przez prywatyzowane przedsiębiorstwa państwowe z reguły w ogóle nie pojawiają się na rynku pierwotnym. Przyczyna tej sytuacji jest prosta. Przedsiębiorstwo przekształcane

² W. Góralczyk jr, *Komentarz do ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Poltex, Warszawa 1991, s. 45.

jest w jednoosobową spółkę skarbu państwa, akcje oferowane są więc do sprzedaży przez ich właściciela – skarb państwa. W efekcie mamy w tym wypadku do czynienia z transakcjami rynku wtórnego, nie zaś pierwotnego. Czy zatem przekształcenia własnościowe mają wpływ na rynek pierwotny? Niewątpliwie tak, ale dopiero w dalszej kolejności. Sprywatyzowane przedsiębiorstwo, które jest już własnością prywatnych inwestorów, może dokonywać kolejnych emisji akcji czy też obligacji. Pozyskane tą drogą środki finansowe trafiają już bezpośrednio do firmy, która wykorzystuje je na cele inwestycyjne.

2.2. Rynek wtórny

Pod pojęciem „wtórny obrót publiczny” rozumiane jest proponowanie przez osoby inne niż emitent nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabycie takich praw, jeśli papiery wartościowe zostały dopuszczone do publicznego obrotu.

Polskie prawo zezwala na wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi na dwóch rynkach: giełdowym i regulowanym pozagiełdowym. Rozpatrując wpływ procesów prywatyzacji na rynek kapitałowy, należałoby dokonać analizy sytuacji występującej na tych dwóch subrynkach.

Można zaryzykować twierdzenie, iż aby umożliwić szybkie powstanie rynku kapitałowego w Polsce, pierwotnie zakładano przekształcenie jak największej liczby przedsiębiorstw państwowych właśnie w drodze prywatyzacji pośredniej (czy rzeczywiście tak się stało, to już inna kwestia). Dowodem na powiązanie ze sobą procesów powstawania rynku kapitałowego i przekształceń własnościowych są regulacje prawne zawarte w odpowiednich ustawach. Rynek regulowany mógł zacząć funkcjonować dopiero po pojawieniu się instrumentów finansowych, takich jak akcje i obligacje, które mogły zaistnieć dopiero po powstaniu podmiotów zdolnych do ich emisji.

Współzależność tych procesów nie budzi wątpliwości. Przedsiębiorstwami, których walory jako pierwsze znalazły się na regulowanym rynku kapitałowym, stały się firmy tzw. „pierwszej piątki”: Exbud SA, Krośnieńska Huta Szkła Krosno SA, Próchnik SA, Śląska Fabryka Kabli SA oraz Tonsil SA. 30 listopada 1990 r. rozpoczęła się publiczna subskrypcja akcji wymienionych spółek skarbu państwa, która trwała ostatecznie do 11 stycznia 1991 r. Należy dodać, że choć giełda papierów wartościowych jeszcze wówczas nie funkcjonowała, fakt ten nie oznaczał braku rynku wtórnego dla tych walorów. Obrót akcjami prowadzony był za pośrednictwem czterech banków, które wcześniej prowadziły zapisy na akcje: Pekao SA, Banku Śląskiego SA, Wielkopolskiego Banku Kredytowego SA oraz Banku Gdańskiego SA. Pierwsza sesja giełdowa, na której notowane były akcje pięciu wymienionych spółek, odbyła się 16 kwietnia 1991 r.

Obrót walorami „pierwszej piątki” – pierwszych pięciu przedsiębiorstw sprywatyzowanych drogą kapitałową – zapoczątkował działalność rynku akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Warszawska giełda rozpoczęła funkcjonowanie w roku 1991, natomiast uruchomienie regulowanego rynku pozagiełdowego nastąpiło dopiero w grudniu 1996 r. Jest to fakt o niezwykle istotnym znaczeniu. Choć praca poświęcona jest wpływowi prywatyzacji na rozwój rynku kapitałowego, w tym właśnie momencie widać zależność odwrotną. Sytuacja rynku kapitałowego warunkuje tempo i jakość prywatyzacji. Brak odpowiednich regulacji prawnych, a w konsekwencji wymóg, by publiczny wtórny obrót papierami wartościowymi odbywał się wyłącznie za pośrednictwem rynku giełdowego, przez długi czas powodował dopuszczanie do publicznego obrotu walorów tylko tych spółek, które gwarantowały wypełnienie wysokich wymagań określonych przez regulamin GPW. Regulowany rynek pozagiełdowy pojawił się stosunkowo późno i, co trudno ukryć, nie zdobył na wstępie zaufania potencjalnych uczestników. Zasadne staje się zatem pytanie, czy to powolne tempo prywatyzacji kapitałowej stało się rzeczywistym powodem pojawiania się niewielu emisji w publicznym obrocie, czy też ostre rygory obowiązujące na regulowanym rynku kapitałowym przyczyniły się do zwalniania tempa tej prywatyzacji?

Prywatyzacja kapitałowa nie oznacza jednak automatycznego zaistnienia przedsiębiorstwa na publicznym rynku kapitałowym. Część prywatyzowanych tą drogą przedsiębiorstw pozyskuje tzw. inwestora strategicznego, który nie planuje powiększania kapitału inwestycyjnego w drodze publicznej emisji papierów wartościowych. Bywają przedsiębiorstwa posiadające inwestora aktywnego, których akcje znajdują się równocześnie w publicznym obrocie, jednak sytuacja taka należy do wyjątków. Na rynku kapitałowym zaczynają się również pojawiać przedsiębiorstwa sprywatyzowane na drodze likwidacyjnej, dla których wejście na rynek kapitałowy stanowi kolejny krok w rozwoju.

2.2.1. Rynek giełdowy

Z punktu widzenia celu pracy, zbadanie wpływu procesów prywatyzacji na rynek giełdowy jest przedsięwzięciem kluczowym. Jak już bowiem wcześniej wskazano, polski (regulowany) rynek kapitałowy przez długi czas reprezentowany był wyłącznie właśnie przez rynek giełdowy. Oznacza to, że przy marginalnym znaczeniu transakcji zawieranych na rynku nieregulowanym, większość obrotów papierami wartościowymi dokonywana była za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych. Prawdopodobnie właśnie z powodu długiej nieobecności drugiego wielkiego segmentu rynku kapitałowego

– regulowanego rynku pozagiełdowego, w Polsce rynek kapitałowy często błędnie utożsamiany był i jest z rynkiem giełdowym.

Jaki wpływ wywarły procesy przemian własnościowych na powstanie i rozwój giełdy papierów wartościowych?

„Niezbędnym warunkiem powodzenia programu prywatyzacji jest przejrzysty, efektywny i bezpieczny rynek papierów wartościowych. Kluczowym elementem infrastruktury tego rynku jest giełda papierów wartościowych. Czasowe wymogi programu prywatyzacji nie pozwalają oczekiwać naturalnego i ewolucyjnego ukształtowania się tej instytucji, konieczne jest więc bezpośrednie zaangażowanie się państwa w proces jej powstania [...] jest [to – dop. M.J.] konieczne również ze względu na wysokie koszty inwestycyjne związane z uruchomieniem giełdy, które nie mogą być pokryte z bieżących wpływów tej instytucji w początkowym okresie”³.

Cytowany fragment, pochodzący z *Rządowego programu prywatyzacji polskiej gospodarki*, wskazuje jednoznacznie, że jedną z najistotniejszych przyczyn, które spowodowały powstanie warszawskiej giełdy, był właśnie fakt rozpoczęcia procesów przekształceń własnościowych. Trudno o bardziej przekonujący dowód istnienia wpływu prywatyzacji na powstanie rynku giełdowego.

Jednak oddziaływanie prywatyzacji na tym się nie zakończyło. Przekształcenia własnościowe nie tylko umożliwiły powstanie giełdy, ale również jej dalszy rozwój.

Firmy założone przez prywatnych właścicieli (w większości) nie spełniały jeszcze w roku 1991 wysokich wymogów ekonomiczno-formalnych, które pozwoliłyby im poszukiwać środków inwestycyjnych za pośrednictwem rynku kapitałowego. W konsekwencji pierwszymi spółkami, których walory znalazły się w obrocie giełdowym, stały się przedsiębiorstwa państwowe sprywatyzowane na drodze kapitałowej (co było w pracy wielokrotnie podkreślane).

Wraz z rozwojem rynku giełdowego na parkiecie pojawiły się również walory spółek utworzonych w wyniku prywatyzacji likwidacyjnej oraz walory spółek prywatnych. Firmy, których walory znalazły się na rynku giełdowym po ich sprywatyzowaniu drogą likwidacyjną, należą do grupy tzw. spółek „leasingujących”, czyli prywatyzowanych przy użyciu metody leasingu pracowniczego. Są to m.in.: ESPEBEPE, Mostostal-Zabrze, Mostostal-Gdańsk, Prochem, Indykpol, Drosed, Jutrzenka, Elektromontaż Ekspert. Część z nich jest spółkami rynku podstawowego (Mostostal-Zabrze, ESPEBEPE, Mostostal-Gdańsk), część zaś rynku równoległego (pozostałe).

³ *Rządowy program prywatyzacji polskiej gospodarki na rok 1991*, Warszawa, grudzień 1990, s. 22.

Udział spółek prywatnych w całokształcie obrotów giełdowych jest wciąż niewielki. Dowodem na to jest ok. 90-procentowy udział kapitalizacji spółek sprywatyzowanych w ogólnej kapitalizacji giełdowego rynku akcji⁴ w latach 1993–1995⁵.

Do odegrania kluczowej roli w procesie tworzenia rynku giełdowego typowano przede wszystkim przedsiębiorstwa państwowe prywatyzowane drogą kapitałową. Spodziewano się również, że większość spółek, których walory znajdują się w obrocie giełdowym, zostanie wprowadzona do obrotu publicznego przez Ministerstwo Przekształceń Własnościowych (obecnie funkcję tę przejęło Ministerstwo Skarbu Państwa).

W tabeli 3.1 zostały zaprezentowane dane dotyczące prywatyzacji kapitałowej przeprowadzanej przez MPW w latach 1990–1996. Wskazują one, iż w początkowej fazie rozwoju rynku giełdowego spółki utworzone w wyniku prywatyzacji kapitałowej realizowanej przez MPW odgrywały na nim pod względem ilościowym decydującą rolę. Trudno jednak nie zauważyć, że w rozpatrywanym okresie 1990–1996 zarysowała się trwała tendencja spadkowa, co oznacza, że z roku na rok coraz mniej spółek giełdowych powstawało na skutek prywatyzacji kapitałowej prowadzonej przez MPW.

Kolejnym zauważalnym zjawiskiem był stosunkowo mały udział spółek sprywatyzowanych na drodze kapitałowej i wprowadzonych do publicznego obrotu przez MPW w stosunku do ogólnej liczby sprywatyzowanych kapitałowo spółek – w rozpatrywanym okresie 1990–1996 jedynie ok. 16%. Może to dowodzić albo preferowania przez MPW metody prywatyzowania spółek w drodze zakupu pakietu akcji przez inwestora aktywnego, albo nie najlepszej kondycji ekonomicznej spółek, co byłoby znacznym utrudnieniem w procesie ich „upubliczniania”.

Badając wpływ prywatyzacji kapitałowej na rozwój rynku giełdowego, należy nie tylko brać pod uwagę aspekt ilościowy, określający liczbę spółek wprowadzonych na giełdę przez MPW, ale także zbadać, jak zmieniła się kapitalizacja giełdy po znalezieniu się na niej akcji sprywatyzowanych firm. W celu przedstawienia tego wpływu dokonane zostało zestawienie obrazujące stosunek kapitalizacji wymienionych spółek do całości kapitalizacji giełdowego rynku akcji w badanym okresie 1991–1996. Dane prezentuje tabela 3.2.

⁴ Dla celów pracy zostało dokonane zawężenie analizy rynku giełdowego wyłącznie do rynku akcji. Powodem tego jest fakt, iż rozwój rynku obligacji z punktu widzenia wpływu na procesy prywatyzacyjnych nie ma w tej chwili większego znaczenia. Na giełdowym rynku obligacji handlowane są bowiem jedynie obligacje skarbowe, nie ma jeszcze obligacji przedsiębiorstw. Rynek obligacji może być więc rozpatrywany jedynie jako alternatywa dla decyzji inwestycyjnych inwestora – czy bardziej opłacalne jest lokowanie środków w akcje, czy też obligacje.

⁵ *Prywatyzacja a rozwój polskiego rynku kapitałowego w latach 1990–1995*, MPW, Departament Ekonomiczny, Zespół ds. Analiz Rynku Kapitałowego, s. 5.

TABELA 3.1. Relacje między efektami prywatyzacji pośredniej (kapitałowej) prowadzonej przez MPW a zmianą liczby spółek notowanych na GPW w latach 1990–1996

Wyszczególnienie	1990–1991	1992	1993	1994	1995	1996	Razem
Spółki sprywatyzowane kapitałowo przez MPW	27	24	48	35	26	24	184
Spółki w obrocie publicznym sprywatyzowane przez MPW	11	1	3	8	5	1	29
Spółki sprywatyzowane kapitałowo przez MPW, notowane na GPW	9	12	15	21	24	24	–
Spółki notowane na GPW ogółem	9	16	22	44	65	83	–
Stosunek spółek sprywatyzowanych kapitałowo w publicznym obrocie do ogółu spółek sprywatyzowanych kapitałowo	41	4	6	23	19	4	16
Stosunek spółek sprywatyzowanych kapitałowo, notowanych na GPW do ogółu spółek giełdowych (%)	100	75	68	48	37	29	–

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów MPW, MSP i KPW.

TABELA 3.2. Udział spółek sprywatyzowanych kapitałowo przez MPW w ogólnej kapitalizacji giełdowego rynku akcji w latach 1991–1996

Spółki	Wartość rynkowa spółki (tys. zł)					
	12.11.1991	12.11.1992	30.12.1993	23.12.1994	29.12.1995	31.12.1996
Tonsil	7 125,0	1 800,0	59 250,0	28 200,0	17 500,0	20 700,0
Próchnik	6 225,0	5 175,0	82 500,0	41 250,0	20 400,0	14 775,0
Krosno	9 680,0	3 080,0	124 300,0	41 580,0	116 040,0	182 353,0
EXBUD	30 000,0	28 100,0	127 500,0	100 800,0	208 800,0	212 100,0
Kable	6 500,0	2 500,0	40 000,0	54 600,0	62 600,0	53 800,0
Swarzędz	7 375,0	9 000,0	80 000,0	71 750,0	36 750,0	34 650,0
Wólczanka	6 825,0	4 800,0	78 000,0	41 100,0	45 360,0	36 960,0
Żywiec	30 000,0	25 000,0	400 000,0	483 000,0	510 000,0	399 000,0
Wedel		44 800,0	918 400,0	780 300,0	473 400,0	819 083,1
Okocim		29 400,0	317 800,0	209 500,0	154 500,0	407 000,0
Irena		1 665,0	53 300,0	56 250,0	91 200,0	85 120,0
Mostostal-Exp.		40 950,0	202 500,0	339 750,0	218 250,0	306 000,0
Polifarb CN			26 160,0	193 160,0	178 820,0	304 087,5
Sokołów			49 880,0	35 180,0	55 000,0	110 000,0
Vistula			170 000,0	61 000,0	52 800,0	56 100,0
Rafako				85 200,0	183 800,0	152 079,0
Jelfa				127 200,0	150 520,0	241 150,0
Polifarb WR				83 990,0	158 040,0	358 081,9

Rolimpex				19 800,3	36 886,1	89 021,6
Stalexport				212 500,0	215 550,0	248 230,5
Dębica				179 270,0	375 720,0	883 376,0
Bytom					21 850,0	14 950,0
Góraźdże					469 900,0	529 100,0
Polfa-Kutno					51 210,0	173 615,1
Razem	103 730,0	196 270,0	2 729 590,0	3 245 380,3	3 904 946,1	5 731 232,7
Kapitalizacja rynku akcji	103 730,0	338 168,0	5 802 850,0	7 375 400,0	10 688 150,0	25 212 356,3
Udział spółek sprywatyzowanych kapitałowo przez MPW w kapitalizacji całego rynku akcji (%)	100	58	47	44	37	23
Kapitalizacja podstawowego rynku akcji	103 730,0	338 168,0	5 760 850,0	7 041 420,3	10 171 696,1	24 285 892,4
Udział spółek sprywatyzowanych kapitałowo przez MPW w kapitalizacji podstawowego rynku akcji (%)	100	58	47	46	38	24

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Raportu Komisji Papierów Wartościowych za rok 1996*, s. 36–37 oraz danych MPW (MSP).

Przedstawione wielkości wskazują, iż wpływ spółek sprywatyzowanych na drodze kapitałowej na wartość kapitalizacji giełdowego rynku akcji systematycznie malał. Po wyjątkowym pierwszym roku, kiedy badany współczynnik osiągnął wartość 100%, każdy następny rok przynosił jego spadek. W roku 1993 spadł poniżej 50%, natomiast w roku 1996 wynosił już 24%. Jako że spółki prywatyzowane przez MPW są spółkami rynku podstawowego giełdy papierów wartościowych (znalazły się tam ze względu na wskaźniki ekonomiczne), uzasadnione wydaje się badanie, czy analizowany wskaźnik nie wzrośnie, jeśli uwzględni się kapitalizację samego rynku podstawowego. Wyniki zostały również zaprezentowane w tabeli 3.2 i jak widać nie zanotowano istotnych zmian.

Sytuację zmieniać znacznie dopiero dołączenie do badanej grupy spółek giełdowych sprywatyzowanych na drodze kapitałowej banków państwowych z tzw. „dziewiątki”⁶. Prywatyzacja banków, jako instytucji finansowych, podlegała (do momentu przekazania ich akcji Ministerstwu Skarbu Państwa) nadzorowi Ministerstwa Finansów. Spośród przeznaczonych do prywatyzacji dziewięciu banków komercyjnych wyłonionych z NBP, w badanym okresie 1991–1996 sprywatyzowane zostały cztery: Wielkopolski Bank Kredytowy SA, Bank Śląski SA, Bank Przemysłowo-Handlowy SA oraz Bank Gdański SA. Rezultaty pojawienia się na rynku giełdowym wymienionych banków przedstawione zostały w tabeli 3.3.

Prezentowane dane dowodzą, jak duży wpływ na giełdowy rynek akcji wywierały sprywatyzowane banki (wydaje się, że rekord padł w wypadku Banku Śląskiego, którego kapitalizacja na koniec 1996 r. stanowiła prawie 11% kapitalizacji całego rynku akcji). Należy tu dodać, że w roku 1997 do grupy sprywatyzowanych banków dołączył Bank Handlowy w Warszawie SA, który znacząco wzmocnił swym potencjałem finansowym giełdową „grupę bankową”.

Dodanie wartości kapitalizacji analizowanych spółek oraz kapitalizacji przedstawionych banków, następnie zaś odniesienie otrzymanej wielkości do kapitalizacji giełdowego rynku akcji wskazuje, jak duży wpływ wywarły na rynek giełdowy sprywatyzowane kapitałowo firmy – 65% kapitalizacji rynku akcji w roku 1994 i 1995. W roku 1996 pojawiła się, nieobecna wcześniej, tendencja spadkowa. Badany wskaźnik spadł poniżej 50%. Oznaczać to może, iż na giełdowym rynku akcji większą rolę zaczęły odgrywać spółki prywatne bądź też spadła wartość walorów sprywatyzowanych kapitałowo firm. Dane zawarte w tabelach 3.2 i 3.3 wskazują, iż spadek istotnie wystąpił w przypadku części spółek, lecz ogólnie wzrost wartości pozostałych kompensował te straty. Można zaryzykować twierdzenie, że być może w roku 1996 została zapoczątkowana nowa tendencja: postępujący wzrost znaczenia firm prywatnych na rynku kapitałowym. Odpowiednie dane zawiera tabela 3.4.

⁶ „Dziewiątka” – dziewięć banków komercyjnych wydzielonych z NBP. Patrz rozdział pierwszy.

TABELA 3.3. Udział sprywatyzowanych kapitałowo (przez MF) banków, wydzielonych z NBP, w kapitalizacji rynku akcji w latach 1991–1996

Banki	Wartość rynkowa (tys. zł) na					
	12.11.1991	12.11.1992	30.12.1993	23.12.1994	29.12.1995	31.12.1996
Wielkopolski Bank Kredytowy			633 600,0	385 920,0	350 960,0	1 335 030,4
Bank Śląski				1 064 900,0	1 328 810,0	2 703 920,0
Bank Gdański					451 080,0	731 527,6
Bank Przemysłowo-Handlowy					740 740,0	916 600,0
Razem banki	0,0	0,0	633 600,0	1 450 820,0	2 871 590,0	6 687 078,0
Kapitalizacja giełdowego rynku	103 730,0	338 168,0	5 802 850,0	7 375 400,0	10 688 150,0	25 212 356,3
Udział wymienionych banków w kapitalizacji giełdowego rynku akcji (%)	0	0	11	20	27	27

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Raportu Komisji Papierów Wartościowych za rok 1996*, s. 36–37.

TABELA 3.4. Łączny udział kapitałowo sprywatyzowanych przedsiębiorstw (przez MPW) oraz banków (przez MF) w kapitalizacji giełdowego rynku akcji w latach 1991–1996

Wyszczególnienie	Wartość rynkowa akcji (tys. zł) na					
	12.11.1991	12.11.1992	30.12.1993	23.12.1994	29.12.1995	31.12.1996
Wartość akcji przedsiębiorstw sprywatyzowanych kapitałowo przez MPW, notowanych na GPW	103 730,0	196 270,0	2 729 620,0	3 345 380,3	3 904 946,1	5 731 232,7
Wartość akcji banków sprywatyzowanych kapitałowo przez MF, notowanych na GPW			633 600,0	1 450 820,0	2 871 590,0	6 687 078,0
Łączna wartość akcji wymienionych przedsiębiorstw i banków	103 730,0	196 270,0	3 363 220,0	4 796 200,3	6 776 536,1	12 418 310,7
Kapitalizacja giełdowego rynku akcji	103 730,0	338 168,0	5 802 850,0	7 375 400,0	10 688 150,0	25 212 356,3
Udział wymienionych przedsiębiorstw w kapitalizacji (%)	100,0	58,0	47,0	44,0	37,0	23,0
Udział wymienionych banków w kapitalizacji (%)	0,0	0,0	11,0	20,0	27,0	27,0
Łączny udział wymienionych przedsiębiorstw i banków w kapitalizacji (%)	100,0	58,0	58,0	65,0	65,0	49,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Raportu Komisji Papierów Wartościowych* za rok 1996 oraz danych MPW (MSP).

Należy przy tym dodać, że na rynku giełdowym znajdują się również akcje spółek powstałych w wyniku prywatyzacji kapitałowej nadzorowanej przez inne organa niż MPW i MF, oraz spółek powstałych w wyniku prywatyzacji likwidacyjnej. Uwzględniając wszystkie przypadki wejścia na giełdę spółek sprywatyzowanych pośrednio, łączna ich liczba na koniec roku 1996 wynosiła 50. W tym czasie na GPW były 22 spółki założone jako przedsiębiorstwa prywatne⁷.

Programem, o którym należałoby również wspomnieć, badając wpływ prywatyzacji na rynek giełdowy, jest niewątpliwie Program Powszechnej Prywatyzacji. 15 lipca 1996 r. na giełdzie rozpoczęły się notowania powszechnych świadectw udziałowych (w sierpniu zostały włączone także do systemu notowań ciągłych). W czerwcu 1997 r. na giełdzie pojawiły się akcje 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Wprowadzenie świadectw udziałowych i akcji NFI na rynek giełdowy stanowiło zmianę nie tylko ilościową (wzrost kapitalizacji giełdy), ale również jakościową. Świadectwa udziałowe były bowiem nowym typem papierów wartościowych, charakterystycznych dla polskiego rynku kapitałowego, natomiast rozpoczęcie notowań akcji NFI oznaczało pojawienie się na giełdzie nowego rodzaju podmiotów – funduszy inwestycyjnych. Dzięki rozpoczęciu notowań akcji tych funduszy, na giełdzie papierów wartościowych został wydzielony nowy segment – rynek akcji NFI. Rynek giełdowy czeka obecnie na wzrost podaży walorów spółek parterowych z programu NFI, które jak dotąd wykazują dużą wstrzemięźliwość w kwestii wprowadzania swoich papierów wartościowych do publicznego obrotu.

Powracając do kluczowego zagadnienia analizowanego w pracy – należy stwierdzić, iż w rozpatrywanym okresie 1990–1996 (1991–1996, jeśli rzecz dotyczy działalności GPW) wpływ procesów prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych na powstanie i rozwój regulowanego rynku giełdowego był rzeczą bezdyskusyjną. Prywatyzacja w sposób bezpośredni zwiększyła podaż spółek, których walory notowane są obecnie na rynku giełdowym. Zwiększenie podaży przyczyniło się do wzrostu kapitalizacji rynku akcji oraz do wzrostu zainteresowania inwestorów lokowaniem pieniędzy właśnie na rynku kapitałowym. Można jednak przypuszczać, że wraz z upływem czasu liczba giełdowych spółek powstałych w wyniku działań prywatyzacyjnych będzie systematycznie malała, na korzyść spółek prywatnych. Tendencja ta jest zupełnie naturalna. Zasoby majątku przeznaczonego do prywatyzacji kurczą się z roku na rok, natomiast przedsiębiorstw prywatnych przybywa. Umacnia się ich rynkowa pozycja i powiększają zasoby majątkowe, co oznacza, że wkrótce coraz więcej z nich będzie mogło starać się o dopuszczenie walorów do publicznego obrotu i wprowadzenie ich na rynek giełdowy.

⁷ *Rocznik giełdowy 1997*, GPW w Warszawie SA, Warszawa 1997, s. 42.

2.2.2. Regulowany rynek pozagiełdowy

Rynek pozagiełdowy pełni w gospodarce bardzo istotną rolę. Przeznaczony jest on zwykle dla młodych innowacyjnych spółek, które w zamian za zainwestowane środki obiecują bardzo wysokie zyski, oraz dla mądrych inwestorów, którzy potrafią wybrać wartę zainteresowania spółki spośród wielu innych, mających do zaoferowania głównie obietnice bez pokrycia.

W Polsce sytuacja wygląda nieco odmiennie. Zapotrzebowanie na stworzenie rynku zrodziło rozpoczęcie wdrażania Programu Powszechnej Prywatyzacji. Zgodnie z ostrymi kryteriami selekcji, do udziału w programie zostały zakwalifikowane firmy spełniające określone parametry ekonomiczne. Jednak w okresie, który upłynął od dokonania selekcji do rozpoczęcia realizacji programu, kondycja finansowa wielu z nich uległa pogorszeniu. W konsekwencji rynek giełdowy stał się dla części spółek niedostępny. Oznaczało to, że nawet jeśli papiery wartościowe tych spółek zostałyby dopuszczone do publicznego obrotu, zabrakłoby dla nich rynku wtórnego. Utworzenie OTC, którego wymogi względem dopuszczania spółek do handlu są znacznie mniejsze niż na giełdzie, zostało spowodowane przez konkretne zapotrzebowanie rynkowe.

Regulowany rynek pozagiełdowy rozpoczął swą działalność 6 grudnia 1996 r. Na razie nie ma wielu chętnych do umieszczania na nim swych walorów. Choć powszechnie oczekiwano, że pierwszymi spółkami notowanymi na tym rynku staną się spółki z programu NFI, niestety nie wykazały one dużego zainteresowania rynkiem OTC. Tymczasem czynione wcześniej prognozy rozwoju tego rynku opierały się przede wszystkim na założeniach, że na regulowanym rynku pozagiełdowym pojawią się przede wszystkim właśnie spółki parterowe. „Przy założeniu, że w pierwszym roku po uruchomieniu rynku OTC pojawią się na nim przede wszystkim firmy z PPP (w ilości do 30% wszystkich uczestników programu), kapitalizacja tego rynku nie powinna w tym okresie przekroczyć 3 mld zł [...]. Przy uwzględnieniu akcji będących w posiadaniu skarbu państwa oraz ograniczeń artykułu 44 ustawy o NFI⁸ wartość akcji, które trafią do obrotu powinna zamknąć się w granicach 1,65 mld zł.”⁹ Cytowane szacunki okazały się jednak zbyt optymistyczne. W badanym okresie 1991–1996 na regulowanym rynku pozagiełdowym pojawiły się papiery wartościowe zaledwie dwóch spółek: Rafamentu SA oraz Polisy SA. Walory Polisy były na nim notowane przez

⁸ Artykuł 44 ustawy o NFI zawiera postanowienia dotyczące treści statutu NFI, z których wynikają ograniczenia w działalności gospodarczej funduszu. Szczegóły w materiałach źródłowych.

⁹ Wypowiedź Waldemara Gębusia (doradcy inwestycyjnego DM Magnus) dla sondy „Penetratora”: *Jaki będzie wpływ uruchomienia OTC na koniunkturę giełdową?*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1996, nr 3, s. 19.

krótki okres. Po powstaniu sporu, czy możliwe jest jednoczesne notowanie papierów wartościowych jednej spółki na rynku giełdowym i pozagiełdowym, Polisa, która zamierzała stać się spółką rynku giełdowego, ostatecznie wycofała swoje akcje z obrotu pozagiełdowego.

Z przytoczonych danych wynika, że uruchomienie rynku pozagiełdowego nie może zagrozić w jakikolwiek sposób dominującej pozycji giełdy papierów wartościowych¹⁰. Choć jest kwestią dyskusyjną, czy w ogóle powstanie kolejnego segmentu rynku kapitałowego należałoby rozpatrywać w kategoriach zagrożenia dla już istniejącego. Powraca tu problem postawiony już w rozdziale pierwszym: czy rynki giełdowy i pozagiełdowy są względem siebie konkurencyjne, czy też komplementarne? W Polsce mamy do czynienia raczej z pierwszym przypadkiem. Ten układ nie jest dobry, oferta różnych segmentów rynku kapitałowego jest przecież adresowana do innych podmiotów, zarówno inwestujących, jak i poszukujących kapitału. Jak pokazują doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych, rynki te mogą zgodnie współistnieć, stanowiąc alternatywę dla poszukujących zysku inwestorów.

Powstanie regulowanego rynku pozagiełdowego oznacza, że został osiągnięty jeden z istotnych celów towarzyszących wdrażaniu PPP. Rodzi się jednak pytanie, czy sam fakt zaistnienia tego rynku należy uznać za sukces, czy też sukcesem będzie znaczna liczba notowanych na nim spółek oraz wysokie obroty ich walorami? Choć bezdyskusyjny jest wkład PPP w samo powstanie rynku, wydaje się jednak, że wobec nikłego zainteresowania zarówno spółek parterowych, jak i inwestorów rynkiem OTC, należałoby jeszcze zachować pewną wstrzeźliwość, oceniając udział Programu Powszechnej Prywatyzacji w rozwoju rynku pozagiełdowego.

2.3. Rynek niepubliczny

Ze względu na rozproszenie transakcji oraz brak powszechnych rejestrów, w których byłyby one odnotowywane, działalność rynku niepublicznego pozostaje zwykle na uboczu w stosunku do obrotów regulowanego rynku publicznego.

¹⁰ Wiesław Rozłucki (prezes GPW) uważa, iż w przyszłości w Polsce będzie miejsce tylko dla jednego zorganizowanego rynku. Będzie to wynikiem istnienia bardzo wysokich kosztów obsługi rynku giełdowego i pozagiełdowego, co znacząco odczuwają polskie biura maklerskie w konfrontacji z międzynarodową konkurencją. W. Rozłucki wskazuje również, że na giełdzie istnieje tzw. wolny rynek, przeznaczony dla słabszych spółek, które jednak są obowiązane do sporządzenia prospektu emisyjnego. Jak dotąd nie ma wielu chętnych, by się na nim znaleźć. *Dlaczego nie III parkiet?*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1996, nr 3, s. 21.

Wzrost zainteresowania tym rynkiem nastąpił z chwilą uruchomienia Programu Powszechnej Prywatyzacji. Zgodnie z ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi, udostępnianie akcji pracownikom spółek parterowych (na podstawie art. 46 ustawy o NFI z 30 kwietnia 1993 r.) nie jest obrotem publicznym. W tej sytuacji obrót tymi akcjami podlega regulacjom zawartym w kodeksie handlowym i ustawie o NFI. W celu uniknięcia pewnego chaosu, który mógłby powstać przy nadzorowaniu obrotu akcjami przez samą spółkę, część spółek uczestniczących w PPP zdecydowała się powierzyć zorganizowanie handlu akcjami imiennymi swoich pracowników biur maklerskim. Biura maklerskie pragnące włączyć się w działalność rynku niepublicznego, musiały uzyskać licencję od Komisji Papierów Wartościowych (21 biur maklerskich uzyskało wymaganą licencję 14 września 1995 r.).

Rynek niepubliczny jest rynkiem specyficznym. Transakcje są na nim dokonywane głównie w wąskim gronie osób, czasami w dużych odstępach czasowych. Walory rynku niepublicznego cechuje zwykle niska płynność, stąd trudno by obrót nimi przyjął jakąś stałą formę organizacyjną.

Założeniem Programu Powszechnej Prywatyzacji jest, by akcje spółek parterowych jedynie w pierwszej fazie realizacji programu były handlowane na rynku niepublicznym (z nielicznymi wyjątkami). Rynek niepubliczny ma być jedynie swoistą „poczekalnią”, która przygotowywałaby wymienione spółki do dalszych etapów rozwoju. „Funkcjonujące na tym rynku spółki nabierałyby doświadczenia i zdobywałyby wiedzę o rynku kapitałowym potrzebną na etapie docelowym, jakim jest publiczny, pozagiełdowy rynek papierów wartościowych [dla niektórych spółek będzie to rynek giełdowy – dop. M.J.]”¹¹.

Rozpoczęte w latach dziewięćdziesiątych procesy prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych miały ogromny wpływ nie tylko na kształtowanie się strony popytowej na polskim rynku kapitałowym, ale również na pojawienie się nowego typu instrumentów finansowych. Przedsiębiorstwa zgłaszające popyt na kapitał musiały przecież zaoferować kapitałodawcom określony ekwiwalent w zamian za otrzymane środki finansowe. Powstania nowego typu instrumentów wymagała również realizacja Programu Powszechnej Prywatyzacji.

¹¹ M. Sobótka, M. Łukasiewicz, *PPP – nowy etap w działalności biur maklerskich*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1995, nr 2, s. 21.

3. Rola prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w procesie kreacji instrumentów rynku kapitałowego

W rozdziale pierwszym została zawarta krótka charakterystyka papierów wartościowych obecnych w latach 1990–1996 na polskim rynku kapitałowym: akcji, obligacji oraz świadectw udziałowych. Prywatyzacja polskiej gospodarki oraz wiążąca się z tym procesem zmiana modelu działania przedsiębiorstw wpływały w sposób bezpośredni na wymienione instrumenty zarówno w aspekcie ilościowym, jak i jakościowym. Należy zauważyć, iż bez szeroko rozumianych procesów przekształceń własnościowych niektóre z nich w ogóle by nie zaistniały (np. świadectwa udziałowe).

3.1. Akcje

Akcja jest udziałowym papierem wartościowym, którego posiadacz dysponuje prawem własności do określonej części majątku spółki akcyjnej. Z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego duże znaczenie mają akcje dopuszczone do publicznego obrotu.

Rynek akcji, jak każdy rynek, ma dwie strony – popytową i podażową. Działania prywatyzacyjne wpływają w bezpośredni sposób na wzrost liczby akcji znajdujących się w obrocie. Zależność ta występuje również w Polsce – wzrost podaży akcji na rynku kapitałowym w latach 1990–1996 był w znacznej mierze rezultatem prywatyzacji prowadzonej różnymi dostępnymi metodami. Spółki, których walory znajdują się w obrocie giełdowym, powstały w przeważającej części w wyniku prywatyzacji kapitałowej. Należy jednak zauważyć, iż udział sprywatyzowanych kapitałowo przez MPW byłych przedsiębiorstw państwowych znajdujących się na giełdzie w stosunku do wszystkich sprywatyzowanych kapitałowo przedsiębiorstw nie jest imponujący (dane na ten temat zostały wcześniej zamieszczone w tabeli 3.1). Jest to konsekwencją faktu, iż większość firm, które spełniałyby warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego, zyskała inwestorów strategicznych, a ci z różnych względów nie są zainteresowani ich upublicznieniem.

Warto raz jeszcze powrócić do Programu Powszechnej Prywatyzacji. Uwzględniając wszelkie zarzuty wysuwane pod adresem programu, nie sposób jednak zaprzeczyć, że w wyniku jego realizacji 512 przedsiębiorstw państwowych zostało przekształconych w spółki akcyjne, natomiast ich akcje w odpowiednich proporcjach wniesiono do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych i częściowo nieodpłatnie udostępniono pracownikom spółek.

W chwili obecnej sytuacja finansowa części przedsiębiorstw wyklucza umieszczenie ich akcji w którymkolwiek segmencie regulowanego rynku kapitałowego, co nie oznacza, że nie może to nastąpić w przyszłości. W wyniku PPP na rynku kapitałowym pojawiły się już akcje imienne firm uczestniczących w programie (jednak handel nimi obwarowany jest wieloma ograniczeniami), specyficzne papiery wartościowe, jakimi są świadectwa udziałowe, akcje kilku przedsiębiorstw, a także akcje NFI. Te ostatnie stały się pierwszymi akcjami funduszy inwestycyjnych, notowanymi na polskim rynku papierów wartościowych.

Podaż akcji jest bez wątpienia uzależniona od tempa prywatyzacji, jednak zgodnie z prawami rynku zależy również od popytu na akcje, zgłaszanego przez chętnych do ich zakupienia. Tym samym została poruszona kolejna ważna kwestia dotycząca rynku akcji – problem popytu, który jest jednym z istotnych elementów kształtujących podaż. Należy bowiem zwrócić uwagę, iż o ile niebezpieczna jest sytuacja ogromnej przewagi popytu nad podażą (która często prowadzi do zachwiania relacji cenowych na rynku, polska giełda doświadczyła takiej sytuacji w roku 1994), dużo groźniejsza z punktu widzenia stabilności rynku jest nadmierna w stosunku do zgłaszanego popytu podaż. Nowe emisje nie znajdujące nabywców mogą wytrącić stosunkowo płytki rynek (taki jak polski) z równowagi na długi czas. Okoliczności takie występują przede wszystkim w krajach znajdujących się w okresie transformacji, gdzie rynek kapitałowy dopiero się kształtuje. Wówczas może dojść do sytuacji, gdy wiele nowych dużych emisji pojawia się w krótkich odstępach czasu, natomiast do ich zakupu brakuje kapitałów. Inwestorzy preferują bowiem inne możliwości lokowania posiadanych zasobów bądź po prostu zasobów tych jest za mało. W krajach wysoko rozwiniętych głównymi uczestnikami rynku zgłaszającymi popyt na papiery wartościowe są zwykle inwestorzy instytucjonalni. Grupa polskich inwestorów instytucjonalnych nie jest wciąż zbyt liczna, choć można przypuszczać, iż niedługo się powiększy (np. o fundusze emerytalne). Znaczny udział w inwestycjach na polskim rynku kapitałowym mają natomiast inwestorzy zagraniczni. Ich zaangażowanie w rynek akcji szacuje się na 25–35%. Jest to wielkość znaczna, często więc pojawiają się opinie, iż perturbacje występujące na tym rynku są rezultatem zmiennego zainteresowania zagranicznych inwestorów inwestowaniem w polskie papiery wartościowe czy też dokonywania przez nich różnych zabiegów spekulacyjnych.

Z uwagi na niedobór polskich inwestorów instytucjonalnych, na polskim rynku kapitałowym wciąż dość znaczną rolę odgrywają inwestorzy indywidualni. Od jakich czynników uzależnione jest zainteresowanie inwestorów indywidualnych dokonywaniem lokat w instrumenty rynku kapitałowego – w tym konkretnym przypadku w akcje?

Próbując znaleźć na nie odpowiedź, należy zastanowić się, jakie ogólne cele przyświecają osobom inwestującym pieniądze¹². Cele te mogą być różnorodne – wymierne i niewymierne. Jako że cele niewymierne są zwykle bardzo subiektywne i nie poddają się kwantyfikacji, należy zastanowić się, jakie są wymierne bodźce kierujące decyzjami inwestycyjnymi przeciętnego obywatela. Przede wszystkim próbuje on tak ulokować swoje oszczędności, by nie straciły swej realnej wartości (praktycznie w każdym kraju występuje większa lub mniejsza inflacja). Poza tym pragnie dokonać inwestycji, które przyniosą mu również realne zyski.

Jedną z oferowanych możliwości (bardziej ryzykownych) jest zainwestowanie pieniędzy na rynku kapitałowym, w tym na omawianym rynku akcji. Nabywca akcji oczekuje, iż dochody, które przyniosą mu posiadane papiery wartościowe, będą nie mniejsze niż dochody generowane przez lokaty alternatywne (ich wysokość winna rosnąć proporcjonalnie do podejmowanego ryzyka). Decyzja zakupu akcji uzależniona jest w dużej mierze od przewidywań kupującego co do np. przyszłych kursów walutowych oraz poziomu stóp procentowych (uwzględniając wskaźniki finansowe, w innym przypadku mogą to być również ceny złota, brylantów, nieruchomości, dzieł sztuki itp.) oraz od jego skłonności do podejmowania ryzyka.

Dochody z akcji są dwojakiej natury. Są to tzw. zyski kapitałowe, będące nadwyżką uzyskaną po sprzedaży posiadanych akcji (mogą to być również straty, jeśli cena sprzedaży była niższa od ceny zakupu) oraz dywidendy, będące częścią zysku netto wypracowanego przez spółkę, która została przeznaczona do podziału między akcjonariuszy. W zależności od stopnia rozwoju rynku kapitałowego preferowane są różne możliwości realizowania korzyści finansowych powstałych dzięki posiadaniu akcji. W krajach wysoko rozwiniętych, gdzie rynek papierów wartościowych jest zwykle stabilny, wiodącą rolę odgrywa dywidenda, traktowana przez akcjonariuszy jako bieżący i należny dochód z powierzonych spółce środków (jeśli tylko spółka wypracowuje zyski). Dzięki temu akcje są konkurencyjne w stosunku do obligacji przynoszących z założenia stałe i pewne dochody. Podczas ostatnich dziesięciu lat w wysoko rozwiniętych krajach europejskich ceny akcji rosły w tempie 14% rocznie (przy stopie depozytów w granicach 7–10%), natomiast spółki w tychże krajach przeznaczyły na wypłatę dywidend średnio 20–30% wypracowanego zysku¹³.

W krajach rozwijających się, przy niestabilnym rynku i dużych odchyleniach cen, inwestorzy przede wszystkim liczą na zrealizowanie zysków kapitałowych, nie zaś otrzymanie dywidend. Oznacza to jednak, że przy

¹² Należy tu poczynić założenie, że dochody osiągane przez potencjalnego inwestora nie są w całości konsumowane, lecz część z nich zostaje przeznaczona na powiększenie oszczędności.

¹³ G. Ordak, *Naiwni za grosze*, „Gazeta Bankowa” 1996, nr 13, s. 5.

trwającej bessie brak jest bodźców zachęcających do inwestowania w akcje – istnieje bowiem duże prawdopodobieństwo poniesienia straty kapitałowej, co przy polityce niewypłacania dywidendy i stosunkowo wysokiej inflacji czyni lokowanie na rynku akcji całkowicie nieopłacalnym. Polskie spółki giełdowe, po okresie niewielkiego zainteresowania kwestią wypłacania dywidend swoim akcjonariuszom, powoli zmieniają politykę.

Kolejnym czynnikiem, który może zniechęcić lub zachęcić do inwestowania w papiery wartościowe jest polityka fiskalna prowadzona przez państwo. Opodatkowanie może dotyczyć zysków kapitałowych, dywidendy oraz samego obrotu papierami wartościowymi.

Od 1 stycznia 1993 r. do 31 grudnia 1996 r. dochody ze sprzedaży akcji nabytych na GPW nie podlegały opodatkowaniu¹⁴. Dywidenda natomiast była obłożona podatkiem dochodowym w wysokości 20%, pobieranym przed przelaniem środków na rachunek inwestora. Wprowadzenie podatku obrotowego (giełdowego) usankcjonowane zostało ustawą z października 1994 r. o podatku od sprzedaży akcji w publicznym obrocie, która zaczęła obowiązywać od 1 stycznia 1995 r. Na jej mocy minister finansów określił w odpowiednim rozporządzeniu stawkę podatku na 0,2%, obowiązującą od 1 stycznia 1995 r. Jednak po dwóch miesiącach od określenia tejże stawki minister wprowadził czasowe zwolnienie (do końca 1995 r.) od opodatkowania transakcji giełdowych. Główną przyczyną tego zwolnienia nie była bynajmniej dbałość Ministerstwa Finansów o rozwój polskiego rynku kapitałowego, lecz fakt, iż koszty poboru tego podatku ponoszone przez administrację państwową przewyższały pochodzące z niego wpływy¹⁵. W roku 1996 podatek giełdowy również nie był pobierany.

Postrzeżenie przyczyn zbyt opieszałego rozwoju rynku akcji wyłącznie poprzez pryzmat spowolnienia działań prywatyzacyjnych wydaje się więc pewnym nieporozumieniem. Tymczasem pojawia się mnóstwo opinii wskazujących niedostatek podaży akcji jako główny czynnik hamujący rozwój rynku tych walorów. Rzadko prezentowane są poglądy, w których równie duży nacisk kładziony byłby na rozwój drugiej strony rynku – strony popytowej, a przecież podaż akcji musi być równoważona przez podaż

¹⁴ Zdaniem W. Rozłuckiego, dochody kapitałowe nie powinny być opodatkowane do momentu, gdy wskaźnik kapitalizacji giełdowej GPW nie przekroczy 20% PKB. Owe 20% nie jest wielkością przypadkową, gdyż analiza podatków od zysków kapitałowych obowiązujących w innych krajach dowodzi, że wprowadzenie wymienionych podatków następuje w momencie osiągnięcia przez dany kraj wskaźnika kapitalizacji giełdowej na poziomie właśnie 20%. Kraje o mniejszej kapitalizacji giełdowej starają się przyciągnąć kapitał, stąd też opodatkowywanie zysków kapitałowych jest działaniem pozbawionym racjonalnego uzasadnienia. J. Peszkowski, *Giełda i podatki*, „Rzeczpospolita” 1995, nr 255.

¹⁵ R. Czarnecki, *Opodatkowanie dochodów kapitałowych*, „Rzeczpospolita” 1996, nr 87, s. 17.

kapitału. Nie wystarczy akcje wyemitować, trzeba jeszcze znaleźć chętnych do ich nabycia. Biorąc zaś pod uwagę fakt, że jest coraz więcej spółek chętnych do pozyskiwania środków inwestycyjnych właśnie na rynku kapitałowym, przy ograniczonym popycie może się to okazać coraz trudniejsze.

3.2. Powszechne świadectwa udziałowe

Świadectwo udziałowe jest papierem wartościowym skonstruowanym specjalnie na potrzeby Programu Powszechnej Prywatyzacji. Wpływ prywatyzacji na rynek tego waloru jest więc bezdyskusyjny – zaistniał on tylko dzięki realizacji PPP. Świadectwo udziałowe zyskało rangę papieru wartościowego na mocy ustawy o NFI i ich prywatyzacji. Jest ono papierem wartościowym na okaziciela, nie posiada wartości nominalnej, lecz reprezentuje określone w ustawie prawa majątkowe. Świadectwa udziałowe są walorami, które po spełnieniu swej funkcji tracą ważność.

Wpływ prywatyzacji sektora przedsiębiorstw państwowych na rynek świadectw udziałowych jest dość oczywisty – proces ten wykreował tak nietypowy papier wartościowy, jak świadectwo udziałowe, i również w toku realizacji tego procesu świadectwo udziałowe jako papier wartościowy zakończyło swój byt.

3.3. Obligacje

Wpływ działań prywatyzacyjnych na rozwój rynku obligacji nie jest tak znaczny jak w przypadku rynku akcji. Zgodnie z przyjętymi wcześniej założeniami, celem przekształceń własnościowych w gospodarce jest zmiana formy własności działających instytucji, w tym przedsiębiorstw, z państwowej na prywatną¹⁶. Prywatne przedsiębiorstwa, które pragną rozszerzyć działalność, poszukują źródeł finansowania inwestycji. Wyczerpawszy własne zasoby, zaciągają kredyty bankowe lub wchodzą na rynek kapitałowy. Wybór na tym ostatnim jest prosty: emisja akcji, w wyniku której poszerzony zostaje

¹⁶ Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 nie stwierdza jednak, iż emitentami obligacji mogą być jedynie podmioty prywatne. Art. 2, pkt 1. wyraźnie stwierdza, iż obligacje mogą emitować: (1) podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną; (2) gminy, związki międzygminne oraz miasto stołeczne Warszawa; (3) inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw. Tymczasem emisję akcji mogą przeprowadzić jedynie spółki akcyjne, które zwykle należą do właścicieli prywatnych (choć skarb państwa może w nich mieć swoje udziały).

krąg właścicieli przedsiębiorstwa, bądź też emisja obligacji, czyli zaciągnięcie długu u obligatariuszy – nabywców obligacji.

W krajach wysoko rozwiniętych emisje obligacji przez przedsiębiorstwa są zjawiskiem powszechnym. W Polsce rynek obligacji przedsiębiorstw dopiero się odbudowuje.

Pierwszą spółką, która zdecydowała się wyemitować obligacje (zamienne) był Optimus. Za nią poszły następne spółki, wśród których największe to: Elektrim, BPH, Stalexport i Uniwersal¹⁷. Emitowane przez nie obligacje zostały jednak zakupione przez wąskie grono nabywców na rynku prywatnym. Jak dotąd przedsiębiorstwa nie decydują się na dokonywanie emisji na rynku publicznym, można więc przypuszczać, że rozwój rynku obligacji przedsiębiorstw będzie przebiegał w dużo wolniejszym tempie niż rozwój rynku akcji.

Czy prywatyzacja jest w stanie wpłynąć na przyspieszenie procesu budowy tego rynku? Odpowiedź na to pytanie nie jest łatwa. Wydaje się, że tak, gdyż podmioty prywatne starają się poszukiwać różnych możliwości pozyskiwania funduszy pozwalających na ich dalszy rozwój. Prędzej czy później część z nich zacznie w większym stopniu wykorzystywać także możliwość emisji obligacji. Poza tym rosnąca liczba firm prywatnych zmienia również sposób funkcjonowania gospodarki, co sprzyja rozwojowi całego rynku kapitałowego, w tym także rynku obligacji.

Z kolei istniejące od dłuższego czasu (choć niedoskonałe) regulacje prawne dotyczące obligacji nie zachęcały do ich emisji. Przyczyna tej niechęci nie tkwi być może w instrumencie finansowym jako takim, lecz w niestabilnym otoczeniu polityczno-gospodarczym, w którym funkcjonują polskie przedsiębiorstwa. Powodzenie emisji obligacji uzależnione jest przede wszystkim od wiarygodności finansowej emitenta (cieszy się nią jeszcze niewiele polskich firm) oraz od poziomu stopy procentowej, która w Polsce jest jeszcze widocznie zbyt wysoka, by emisja była opłacalna. Poza tym emisje obligacji, z których środki są przeznaczane na inwestycje, muszą charakteryzować się odległym terminem wykupu. Tu istnieje niebezpieczeństwo, że mogą one nie znaleźć dostatecznej liczby nabywców, jako obciążone zbyt dużym ryzykiem.

Obecnie rynek obligacji w Polsce zdominowany jest przez obligacje skarbowe. Emisja tych obligacji nie ma jednak bezpośredniego związku z procesami przekształceń własnościowych. Można jedynie domniemywać, iż prywatyzacja, która w założeniach prowadzi do wzrostu efektywności gospodarki, a przez to poziomu jej zamożności, może się pośrednio przyczynić do redukcji deficytu budżetowego, co w konsekwencji może doprowadzić do ilościowego spadku emitowanych przez skarb państwa obligacji. Jest to jednak wniosek bardzo daleko idący, nie poparty żadnymi konkretnymi danymi ekonomicznymi.

¹⁷ T. Świderek, *Wielkie plany Elektrimu*, „Rzeczpospolita” 1997, nr 22, s. 11.

Na podstawie przeprowadzonych rozważań, można stwierdzić, iż przemiany własnościowe zachodzące w polskiej gospodarce mają znaczny wpływ na znajdujące się w publicznym obrocie instrumenty rynku kapitałowego. Dowodem potwierdzającym tę tezę jest przede wszystkim rozwój rynku akcji, który nastąpił w znacznym stopniu dzięki prywatyzacji kapitałowej, prowadzonej w drodze publicznej emisji akcji. Nie budzi wątpliwości zależność między postępującą prywatyzacją a istnieniem rynku powszechnych świadectw udziałowych. W tym wypadku także można jednoznacznie stwierdzić, że narodziny i rozwój tego ostatniego są prostą konsekwencją realizowania Programu Powszechnej Prywatyzacji. Trudno natomiast dostrzec jednoznaczny wpływ prywatyzacji na rynek obligacji, gdyż rynek ten (mowa o obligacjach przedsiębiorstw) znajduje się dopiero we wstępnej fazie budowy.

Z pewnością jednak prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych stanowi bardzo istotny element stymulujący proces kształtowania się polskiego rynku kapitałowego. Czy jednak jest ona warunkiem wystarczającym, by rynek kapitałowy mógł się harmonijnie i dynamicznie rozwijać?

Dzięki prywatyzacji sektora przedsiębiorstw państwowych wykreowana została grupa podmiotów, których walory jako pierwsze znalazły się w publicznym obrocie. Kolejne działania prywatyzacyjne tę grupę powiększały (i wciąż powiększają), choć należy zaznaczyć, że obecnie na rynek kapitałowy coraz śmielej wchodzi również przedsiębiorstwa prywatne. Być może jest to właśnie rezultatem wcześniejszego przetarcia szlaku przez sprywatyzowane spółki. Daje się także zauważyć związek występujący między prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych a rozwojem rynku instrumentów finansowych. Z prywatyzacją przedsiębiorstw kojarzony jest przede wszystkim rozwój rynków: akcji i świadectw udziałowych. Trudno zaprzeczyć, iż rynek obligacji przedsiębiorstw pozostaje daleko w tyle w stosunku do tych dwóch wymienionych rynków. Czy postępująca prywatyzacja sektora produkcyjnego jest jednak warunkiem wystarczającym do rozwoju rynku kapitałowego?

Wydaje się, że jest ona niewątpliwie warunkiem koniecznym, lecz niewystarczającym. Przyczynia się do powstawania podmiotów działających po stronie popytowej rynku, ale nie generuje dopływu kapitału. Jej oddziaływanie jest zatem jednostronne. Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych może stymulować rozwój rynku kapitałowego przede wszystkim pod względem ilościowym. Powstają nowe spółki na rynku, kolejne papiery wartościowe znajdują się w obrocie. Jednak nie tworzy nowej jakości na rynku. Jaki czynnik może wywołać zmiany jakościowe na polskim rynku kapitałowym? Zapewne jest nim dalsza prywatyzacja, tym razem jednak nie sektora produkcyjnego, lecz sektora usług finansowych.

4. Przemiany własnościowe w sektorze usług finansowych – ich wpływ na rozwój rynku papierów wartościowych

W poprzednim podrozdziale wskazano, że uważana dotychczas za główną siłę napędową rozwoju polskiego rynku kapitałowego – prywatyzacja sektora produkcyjnego jest czynnikiem bardzo istotnym, ale nie najważniejszym. Rosnącemu popytowi na kapitał musi odpowiadać jego rosnąca podaż. Tym samym harmonijny rozwój rynku uzależniony jest nie tylko od działań zmierzających do powiększenia strony popytowej. Nie mniejszą uwagę należy poświęcić zabiegom prowadzącym do wzrostu podaży kapitału i dbałości o podmioty tworzące stronę podażową.

Mówiąc o klasycznych rynkach towarowych, rozważa się zwykle możliwość wystąpienia bariery popytu. Na rynku kapitałowym sytuacja bywa odwrotna. Bariera popytu raczej na nim nie występuje (zazwyczaj znajdują się podmioty gotowe zagospodarować wolne kapitały), natomiast może się zdarzyć, że zabraknie kapitałodawców. Strona podażowa, podobnie jak strona popytowa, dopiero się w Polsce rozwija. Jednak nie jest ona budowana od podstaw, jej część istniała już bowiem wcześniej – inwestujące własne oszczędności osoby fizyczne. Bardzo słabo rozwinięta jest natomiast druga grupa inwestorów działających na rynku kapitałowym – polskich inwestorów instytucjonalnych. Zmiana tej niekorzystnej sytuacji wymaga zintensyfikowania działań prywatyzacyjnych prowadzonych w sektorze usług finansowych. Docelowo strona podażowa rynku kapitałowego winna być tworzona przez:

- osoby fizyczne,
- przedsiębiorstwa,
- różnego typu fundusze,
- banki.

Należy zauważyć, że wpływ prywatyzacji, rozumianej jako przekształcanie podmiotu państwowego w prywatny, na poszczególne składowe strony podażowej jest bardzo zróżnicowany. Trudno mówić o możliwości „sprywatyzowania” osób fizycznych. Bezdyskusyjną rzeczą są natomiast przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw produkcyjnych (temat poruszony wcześniej) i banków (dotąd państwowych). Sytuacja komplikuje się przy badaniu wpływu prywatyzacji na fundusze. W większości przypadków mamy bowiem do czynienia nie z prywatyzacją „przekształceniową”, a z prywatyzacją założycielską. Fundusze inwestycyjne wcześniej nie istniały, nie było więc substancji, która miałaby podlegać przekształceniom. Podobnie rzecz się ma w przypadku kapitałowych funduszy emerytalnych. Tymczasem fundusze mają ogromne znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego. Choć na początku pracy zaznaczono, że nie będą omawiane zagadnienia dotyczące prywatyzacji założycielskiej, to ze względu na wagę zagadnienia konieczne

staje się uczynienie wyjątku. Nowe prywatne przedsiębiorstwa produkcyjne, które wchodzi na rynek kapitałowy, oznaczają jego rozwój przede wszystkim pod względem ilościowym. Nowe instytucje finansowe na rynku kapitałowym – to zupełnie nowa jakość działania tego rynku.

4.1. Znaczenie inwestorów indywidualnych

Grupa inwestorów indywidualnych składa się z osób fizycznych oraz prawnych, które nie korzystają z pośrednictwa wyspecjalizowanych instytucji finansowych i dokonują samodzielnie inwestycji na rynku kapitałowym. Inwestorami indywidualnymi są obywatele przeznaczający część zgromadzonych oszczędności na takie inwestycje oraz firmy, które lokują na rynku kapitałowym część swoich zysków.

Jak wspomniano już w tym rozdziale, skłonność inwestorów indywidualnych do samodzielnego inwestowania pieniędzy na rynku kapitałowym zależy od bardzo wielu czynników, wśród których można wyróżnić czynniki o charakterze ekonomicznym i pozaekonomicznym.

Wśród czynników o charakterze ekonomicznym można wymienić:

- realną wysokość dochodów;
- skłonność do oszczędzania, która nie tylko odzwierciedla stosunek danej osoby do konsumpcji, ale także stosunek rozporządzalnych dochodów do kosztów utrzymania oraz poziom dochodowości z poczynionych lokat;
- opłacalność inwestowania na rynku kapitałowym w porównaniu z alternatywnymi możliwościami lokowania oszczędności (lokaty bankowe, lokaty walutowe, nieruchomości, kruszce, dzieła sztuki itp.);
- system podatkowy, preferujący lub nie inwestowanie na rynku kapitałowym;
- ogólną sytuację ekonomiczną w kraju.

Nie mniej istotne są czynniki o charakterze pozaekonomicznym, jak np.:

- postawa inwestora wobec ryzyka (niechętnie podejmuje ryzyko, chętnie lub ma stosunek obojętny);
- preferencje konsumpcyjne;
- dostępność informacji na temat rynku kapitałowego;
- panująca opinia na temat rynku kapitałowego (pewność, bezpieczeństwo, stabilność rynku);
- sytuacja polityczna w kraju;
- tradycje związane z inwestowaniem środków finansowych.

Panuje powszechne przekonanie, że kluczem do sukcesu gospodarczego rozwijającego się kraju jest wysoka stopa oszczędności, preferowana przez większość jego obywateli. Kraj taki może finansować swój rozwój z oszczęd-

ności wewnętrznych – przykładem służą kraje azjatyckie, gdzie oszczędności w roku 1994 wyniosły łącznie 27,7% PKB, natomiast inwestycje – 30,1% PKB (w Ameryce Łacińskiej odpowiednio – 18,6% i 22,3%; w krajach Europy Wschodniej – 15,6% i 20,5%)¹⁸. W Polsce stopa oszczędności utrzymuje się od kilku lat na poziomie występującym w krajach wysoko rozwiniętych – 14–16%.

Na jakie zyski mogą liczyć oszczędzający i inwestujący Polacy?

W tabeli 3.5 przedstawiona została opłacalność różnych lokat poczynionych przez inwestorów na rynku finansowym w roku 1996 (dla porównania zaprezentowano również dane za rok 1995).

Analiza danych zawartych w tabeli 3.5 przynosi ciekawe wnioski. W roku 1995 praktycznie najwyższe zrównoważone zyski przynosiły inwestycje czynione za pośrednictwem banków (w cyklu rocznym stopa zwrotu z akcji była wyższa, ale po pierwsze: przedstawiona w tabeli dochodowość akcji pokazuje dochodowość portfela składającego się z akcji kilku losowo wybranych spółek, po drugie: lokaty w akcje czynione w krótszych okresach przynosiły straty). W roku 1996 sytuacja uległa zmianie. Dochodowość inwestycji w akcje i jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wyprzedziła (licząc okres 12 miesięcy) zyskowność lokat bankowych. Widać wyraźne wahania owej dochodowości na przestrzeni roku, gdy tymczasem lokaty bankowe dawały cały czas zyski. W tej sytuacji trudno się dziwić, iż większość inwestorów indywidualnych preferowała i nadal preferuje lokowanie środków finansowych w bankach, gwarantujących im uzyskanie pewnego dochodu, niż inwestowanie na rynku kapitałowym, które jest dużo bardziej ryzykowne. Znaczna część obywateli w ogóle nie przejawia potrzeby zwiększania poziomu oszczędności, przeznaczając posiadane pieniądze na bieżące potrzeby konsumpcyjne. Coraz częściej można spotkać opinie, iż prawdziwym przewrotem, który z jednej strony zrewolucjonizuje społeczny stosunek do oszczędzania, z drugiej zaś wpłynie na rozwój rynku kapitałowego, stanie się reforma ubezpieczeń społecznych i pojawienie się w jej efekcie kapitałowych funduszy emerytalnych. Obecnie bardzo niewiele osób podejmuje jakiegokolwiek działania, służące zabezpieczeniu materialnego bytu na starość. Dane skłaniają do refleksji. Około 16% gospodarstw domowych lokuje oszczędności na kontach bankowych, 2% – w papierach wartościowych, 7% – inwestuje w dobra materialne, natomiast 56% nie robi zupełnie nic¹⁹! Pojawienie się nowych możliwości zabezpieczenia dochodów na „jesień życia” może więc spowodować ważną zmianę na polskim rynku kapitałowym.

¹⁸ I. Ryniewicz, *Na krótką metę*, „Gazeta Bankowa” 1995, nr 53, s. 10.

¹⁹ Tamże.

TABELA 3.5. Zestawienie możliwych do uzyskania stóp zwrotu z różnych inwestycji w poszczególnych okresach (rok 1996 i rok 1995) (%)

Wyszczególnienie	1996				1995			
	12 m-cy	6 m-cy	3 m-ce	1 m-c	12 m-cy	6 m-cy	3 m-ce	1 m-c
inflacja	18,69	6,45	4,05	1,30	22,56	7,80	5,19	2,00
złotówki	21,43	9,71	4,34	1,38	29,18	12,01	5,31	1,50
USD	25,58	6,36	1,51	-0,89	4,90	7,23	1,81	-2,12
DEM	16,53	3,62	-0,76	-2,63	15,83	3,28	0,64	-2,42
bony skarbowe	24,68	10,54	4,64	-	26,35	12,99	6,06	-
obligacje jednoroczne	20,06	8,57	4,39	1,86	20,19	4,97	3,68	-0,35
obligacje trzyletnie	22,20	7,23	2,21	0,38	29,03	11,19	3,15	-0,98
Pioneer PPFP	42,97	3,87	-0,33	-0,67	10,56	-1,05	-5,51	-4,99
Pioneer FPPW	17,05	6,27	1,90	-0,81	-	9,15	3,22	-0,44
Pioneer FPAI	-	3,35	-2,15	0,72	-	-	-	-
Korona	51,02	8,39	-2,63	-2,21	-	-	-5,80	-6,21
Akcje	181,14	7,09	-4,35	-1,66	31,70	-14,07	-15,63	-5,01
WIG (zmiana)	75,89	-2,67	-9,50	-3,24	1,51	-12,82	-13,41	-3,54

Uwaga: Przy zakupie akcji i obligacji uwzględniono prowizję maklerską według stawek DM Penetrator SA; pozycja „akcje” oznacza portfel akcji złożony z losowo wybranych walorów pięciu spółek (tzw. „portfel małpy”), np. w roku 1995 były to akcje spółek: BRE, Elektrim, Krosno, Rafako, Rolimpex.

Źródło: J. Szul, *Oplacalność inwestycji*, „Penetrator. Wiadomości Gospodarcze” 1996, nr 1, s. 35; 1997, nr 1, s. 23.

Przykładowo, przeprowadzenie reformy ubezpieczeń społecznych w Chile spowodowało wzrost wskaźnika oszczędzania z 10–12% PKB do 26%, ponadto z oszczędności gromadzonych w funduszach emerytalnych finansowane jest aż 90% chilijskich inwestycji²⁰.

Pewne wydaje się tylko jedno – to dochody osób fizycznych (w małej części prawnych, które zwykle je reinwestują) tworzą pierwotne źródło możliwych do zagospodarowania nadwyżek finansowych. Wszelkie pośredniczące w ich przepływie instytucje finansowe są jedynie ogniwami łączącymi posiadaczy kapitału i podmioty, które go wykorzystują. Rynek kapitałowy może się zatem rozwijać pod warunkiem istnienia odpowiedniego poziomu oszczędności w gospodarce, które zostaną na nim ulokowane, np. za pomocą wyspecjalizowanych instytucji pośredniczących.

W chwili obecnej Polska znajduje się w okresie transformacji gospodarczej. Trudno wymagać, by kilka lat funkcjonowania gospodarki rynkowej ukształtowało ostateczny model zachowań inwestorów indywidualnych. Należy mieć na względzie, iż działają oni w określonym otoczeniu ekonomiczno-politycznym, które także nie jest jeszcze stabilne. Czy przemiany własnościowe przebiegające w polskiej gospodarce oddziałują na grupę inwestorów indywidualnych?

W przypadku osób prawnych, dokonujących samodzielnych inwestycji na rynku kapitałowym, odpowiedź wydaje się prosta. Przekształcenia własnościowe „tworzą” zarówno inwestorów, którzy jako prywatne, niezależne przedsiębiorstwa mają pełną swobodę dysponowania wypracowanymi zyskami – mogą je inwestować za pośrednictwem rynku kapitałowego (choć nie jest to typowa działalność przedsiębiorstw produkcyjnych, które zwykle zyski reinwestują), jak i podmioty będące biorcami kapitałów – funkcjonowanie na rynku kapitałowym wymaga wypełnienia przez firmę wielu wymogów ekonomicznych i formalnych, niemożliwych do spełnienia w systemie gospodarki rozdzielczo-nakazowej.

W przypadku osób fizycznych odpowiedź na wyżej postawione pytanie nie jest już tak jednoznaczna. Osoba fizyczna jako podmiot nie może podlegać przekształceniom własnościowym, nie jest bowiem niczyją własnością. Należałoby więc raczej szukać związków między przekształceniami własnościowymi realizowanymi w gospodarce a zachowaniami i preferencjami inwestycyjnymi tej grupy inwestorów indywidualnych.

Jak już wcześniej wskazywano, prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych ma doprowadzić do realizacji określonych celów, m.in. zwiększyć efektywność ich działania. Inwestor indywidualny – osoba fizyczna, jest często pracownikiem prywatyzowanej spółki, stąd wzrost efektywności jej gospodarowania może dla niego oznaczać poprawę własnej sytuacji materialnej – wzrost

²⁰ B. Brach, *Dźwignia kapitalizmu*, „Życie Gospodarcze” 1995, nr 26, s. 26.

realnych dochodów. Jedną z możliwości ulokowania powstałych nadwyżek finansowych jest dokonanie inwestycji na rynku kapitałowym. W gospodarce okresu transformacji obywatele wciąż mają bardzo ograniczoną znajomość zasad inwestowania na tym rynku, dlatego należy położyć niezmiernie duży nacisk na prowadzenie szerokich działań edukacyjnych, nie zaś reklamowych, które wypaczają właściwe rozumienie procesów zachodzących na rynku kapitałowym²¹. Jeśli potencjalny inwestor, dokonawszy świadomego wyboru, zainwestuje oszczędności na rynku kapitałowym i zrealizuje spodziewane zyski, można zakładać, że będzie to czynił nadal.

Opisany schemat postępowania jest wariantem optymistycznym. Rzeczywistość niestety od niego odbiega. Dostępne dane wskazują, że Polacy wciąż nie przejawiają dużego zainteresowania inwestowaniem w papiery wartościowe. Przeciętna polska rodzina deponuje oszczędności przede wszystkim na rachunkach bankowych (ok. 80% gospodarstw domowych), lokat w obligacje dokonuje się w 4–7% domów, w jednostki funduszy powierniczych inwestuje ok. 1% gospodarstw, w akcje i udziały – ok. 4%²². Trudno się dziwić takiej sytuacji, skoro, jak podaje Demoskop, ponad połowa respondentów nie potrafi ocenić opłacalności inwestowania w papiery wartościowe²³.

Inwestowanie na rynku papierów wartościowych wymaga wiedzy, czasu i pieniędzy. Można zaryzykować twierdzenie, że inwestor indywidualny rzadko dysponuje tymi wszystkimi atutami. Właśnie dlatego powstały instytucje, które za odpowiednim wynagrodzeniem pośredniczą w dokonywaniu inwestycji, wyręczając tym samym drobnych inwestorów i zmniejszając ponoszone przez nich ryzyko.

4.2. Inwestorzy instytucjonalni

Inwestorzy instytucjonalni są to instytucje lokujące oszczędności innych podmiotów, które z różnych względów nie chcą dokonywać samodzielnych inwestycji. Inwestorzy instytucjonalni nie inwestują własnych środków finansowych (z wyjątkami), lecz stanowią swoiste ogniwo pośrednie między inwestorem indywidualnym a rynkiem kapitałowym. Płyne stąd bardzo ważny wniosek – liczba inwestorów instytucjonalnych operujących na

²¹ Przykładem może być prowadzona w swoim czasie dość agresywna kampania reklamowa usług oferowanych przez jedną z instytucji finansowych. Motto tejże kampanii, z którego wynikało, iż inwestycje poczynione za pośrednictwem reklamowanej firmy mogą przynosić jedynie zyski, nie zaś straty, wprowadziło w błąd wielu zainteresowanych.

²² T. Panek, G. Rytewska, *Budowa dobrobytu gospodarstw domowych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9.

²³ A. Gutkowska, *Spokojny sen*, „Życie Gospodarcze” 1997, nr 6, s. 32.

danym rynku oraz ich potencjał kapitałowy zależy w dużym stopniu od poziomu zamożności społeczeństwa, a także od funkcjonujących w danej społeczności tradycji lokowania nadmiarów gotówki.

Jaki jest udział prywatyzacji w kształtowaniu sektora inwestorów instytucjonalnych?

Rozważając wpływ prywatyzacji na powstawanie sektora inwestorów instytucjonalnych, należy rozważyć dwa przypadki. Po pierwsze, prywatyzacji są poddawane przedsiębiorstwa państwowe, które emitują instrumenty finansowe, nabywane następnie przez inwestorów instytucjonalnych. Po drugie, prywatyzowany jest sam sektor finansowy, w czego efekcie pojawiają się inwestorzy instytucjonalni.

Pierwszy aspekt tej kwestii został omówiony w poprzednim podrozdziale. Z punktu widzenia rozwoju strony podażowej rynku kapitałowego, bardzo duże znaczenie należy przypisać drugiemu rodzajowi prywatyzacji, przebiegającej w sektorze usług finansowych. Przed rokiem 1989 w Polsce nie było prywatnych instytucji finansowych. W toku realizowanej reformy gospodarczej sytuacja ta uległa zmianie. Jednak w przypadku sektora finansowego prosta zmiana formy własności z państwowej na prywatną nie była wystarczająca. Niektóre instytucje finansowe, obecne na rozwiniętych rynkach, w Polsce jeszcze nie istniały (np. fundusze inwestycyjne). Konieczne stało się ich stworzenie. Tym sposobem, oprócz prywatyzacji rozumianej jako denacjonalizacja, pojawiła się następna – prywatyzacja założycielska.

4.2.1. Fundusze inwestycyjne

Fundusz inwestycyjny jest to pewien majątek powstały z wpłat inwestorów, zarządzany przez powołane do tego celu organa tak, by osiągnąć maksymalne zyski z inwestowania rozporządzanych środków finansowych. Fundusze inwestycyjne są jednymi z ważniejszych instytucji działających na rynku kapitałowym. Pomijając szereg zalet, jakie ma inwestowanie oszczędności za ich pośrednictwem dla tzw. „drobnego ciułacza”, nie sposób przecenić roli, jaką mają do odegrania fundusze (wszelkiego typu, nie tylko inwestycyjne) jako stabilizatory tego rynku.

Do 31 grudnia 1996 r. w Polsce działało pięć towarzystw funduszy powierniczych. Aktywnie zarządzały funduszami tylko trzy z nich.

Pioneer – Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA do końca roku 1996 zarządzało trzema funduszami powierniczymi. Były to:

1. Pioneer – Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy (Pioneer I). Jego strukturę na koniec 1996 r. prezentuje tabela 3.6 (dla porównania obok przedstawiono sytuację na dzień 31 grudnia 1995 r.).

TABELA 3.6 Struktura inwestycji Pioniera I na koniec roku 1995 i 1996

Papiery wartościowe	31.12.1996		31.12.1995	
	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)
Akcje, prawa poboru	295 300,70	31,60	250 627,80	37,65
Obligacje (bez odsetek)	274 725,20	29,40	59 031,20	8,87
Bony	335 790,80	35,94	346 700,90	52,09
Inne papiery wartościowe	3 420,00	0,37	4 101,80	0,62
Razem papiery wartościowe z odsetkami	930 935,10	99,63	664 772,40	99,88
Inne aktywa netto	3 417,50	0,37	844,2	0,12
Razem aktywa netto	934 352,60	100,00	665 616,60	100,00

Źródło: Pioneer – Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy, *Sprawozdanie finansowe za okres roczny kończący się 31 grudnia 1996 r.*

Dane zestawione w tabeli 3.6 wskazują, że inwestycje Pioniera PPF prowadzone były przez specjalistów w sposób wyważony. Prawie jednakowym zainteresowaniem cieszyły się inwestycje dokonywane na rynku akcji i obligacji (znaczną różnicą w porównaniu z analogicznym okresem roku 1995). Spadło natomiast zainteresowanie inwestycjami w bony, które w roku 1995 stanowiły ponad połowę portfela. Należy również zauważyć, że zaangażowanie kapitałowe funduszu w roku 1996 wzrosło w porównaniu z rokiem 1995 (choć nie osiągnęło jeszcze poziomu z roku 1994 wynoszącego 1 421 170 zł). W roku 1995 fundusz zbył 924,080 tys. jednostek uczestnictwa, umorzył 20 903,415 tys. jednostek uczestnictwa (!), w roku 1996 sytuacja była bardziej zrównoważona – fundusz zbył 3090,297 tys. jednostek uczestnictwa, natomiast umorzył 4053,199 tys. jednostek.

Na koniec 1996 r. inwestorzy posiadali 12 419,682 tys. jednostki uczestnictwa, w porównaniu z 13 382,584 tys. w roku 1995, 33 361,919 tys. w roku 1994 i 24 272,518 tys. w roku 1993.

Kryzys giełdowy roku 1994 znalazł więc swe odbicie również w sytuacji funduszu. Czy oznacza to jednak, że fundusz nie wywiązuje się ze swej roli stabilizatora rynku? Wydaje się, że w przypadku specyficznej sytuacji rynku polskiego wniosek taki nie jest uzasadniony. Trudno by fundusz, w którego

portfolio wartość akcji notowanych na giełdzie wynosi w przybliżeniu 1% kapitalizacji giełdowego rynku akcji (na koniec 1996 r.), mógł stabilizować polski rynek giełdowy. W tej sytuacji mamy do czynienia z działaniem odwrotnym – fluktuacje giełdowe odbijają się na stanie posiadania funduszu oraz na zyskowności jego inwestycji.

2. Pioneer – Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych (Pioneer II). Jego portfel inwestycyjny na koniec 1996 r. przedstawia tabela 3.7.

TABELA 3.7. Struktura inwestycji Pioniera II na koniec 1996 r.

Papiery wartościowe	31.12.1996		31.12.1995	
	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)
Obligacje (bez odsetek)	24 810,60	53,98	1 959,50	18,34
Bony	14 536,70	31,63	8 235,40	77,07
Razem papiery wartościowe z odsetkami	41 478,60	90,25	10 254,90	95,97
Inne aktywa netto	4 480,30	9,75	430,40	4,03
Razem aktywa netto	45 958,90	100,0	10 685,30	100,0

Źródło: Pioneer – Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych, *Sprawozdanie finansowe za okres roczny kończący się 31 grudnia 1996 r.*

Od momentu rozpoczęcia sprzedaży jednostek (13 czerwca 1995 r.) do końca 1995 r. fundusz zbył 1036,350 tys. jednostek uczestnictwa, umorzył zaś 84,156 tys. Efektywnie na koniec roku 1995 uczestnicy funduszu dysponowali więc 952,194 tys. jednostek. Uwzględniając fakt, iż działalność funduszu miała swój początek w połowie roku oraz to, że przypadła ona na czas spadku zainteresowania inwestowaniem za pośrednictwem funduszy, wydaje się, że liczba zbytych jednostek nie należy do najmniejszych. Dla porównania – w pierwszym roku działalności (również niepełnym – 28 lipca 1992 r. – 31 grudnia 1993 r.) Pioneer PFP zbył 185 542 jednostki uczestnictwa, umorzył zaś – 10 998. Rok zamknął więc zmianą netto +174 544 jednostki, co stanowi zaledwie ok. 18% wielkości osiągniętej przez Fundusz Papierów Wierzycielskich. Należy jednak wziąć pod uwagę, iż popularność inwestowania na rynku kapitałowym oraz znajomość zasad jego działania była w roku 1992 bez porównania mniejsza niż w roku 1995, co przemawia jednak na niekorzyść rezultatów osiągniętych przez Fundusz Papierów Wierzycielskich.

W roku 1996 Pioneer FPWPW zbył 15 398,771 tys. jednostek uczestnictwa, umorzył zaś 12 918,392 tys. Na koniec roku 1996 inwestorzy posiadali 3423,573 tys. jednostki tego funduszu. Trudno porównywać ze sobą wyniki osiągnięte przez fundusz w kolejnych latach działalności, gdyż pierwszy rok – 1995, był dla niego rokiem niepełnym (liczonym od 13 czerwca). Należy jednak odnotować wyraźną zmianę składu portfela inwestycyjnego. O ile w roku 1995 dominowały w nim bony, stanowiąc 77% wartości inwestycji, o tyle ich udział w roku 1996 zmalał do 31,63%, wyraźnie zaś wzrósł udział obligacji, do 54%.

Rola, jaką fundusz odgrywał na regulowanym rynku kapitałowym, była w badanym okresie znikoma. Większość jego inwestycji poczyniona została bowiem w instrumenty rynku pieniężnego – bony oraz obligacje nie notowane. Udział lokat w obligacje notowane wyniósł niespełna 12%.

3. Pioneer – Fundusz Powierniczy Agresywnego Inwestowania (Pioneer III) (ze względu na rozpoczęcie działalności w grudniu, okres sprawozdawczy tego funduszu zamyka się między 18 grudnia 1995 r. a 31 grudnia 1996 r.). Po pierwszym roku działalności portfel inwestycyjny tego funduszu kształtował się, jak pokazuje tabela 3.8.

TABELA 3.8. Struktura inwestycji Pioniera III w roku 1996

Papiery wartościowe	31.12.1996	
	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)
Akcje, prawa poboru	204 513,60	66,76
Bony	77 157,60	25,19
Powszechne świadectwa udziałowe	3 012,90	0,98
Papiery wartościowe razem	284 684,10	92,93
Inne aktywa netto	21 655,00	7,07
Razem aktywa netto	306 339,10	100,0

Źródło: Pioneer – Fundusz Powierniczy Agresywnego Inwestowania, *Sprawozdanie finansowe za okres od początku działalności (18 grudnia 1995 r.) do 31 grudnia 1996 r.*

W badanym okresie fundusz zbył 27 821,211 tys. jednostek uczestnictwa, umorzył zaś 11 002,317 tys. W posiadaniu inwestorów na koniec 1996 r. znajdowało się 16 818,894 tys. jednostek uczestnictwa. Porównując zainteresowanie inwestorów ofertą funduszy rodziny Pioneer, daje się zauważyć, że inwestorzy wyraźnie preferowali lokowanie środków w Pioneerze III (agresywnego inwestowania), gromadząc na koniec roku 1996 najwięcej jego jednostek. Oznacza to, że oferta funduszu obiecującego większy zysk

w zamian za większe ryzyko spotkała się z wyraźnie przychylnym przyjęciem rynku.

Pomimo iż Pioneer FPAI lokował większość swych środków w akcje notowane na giełdzie, nie mógł on wywrzeć większego wpływu na rynek giełdowy. Wartość posiadanych przez niego akcji na koniec 1996 r. stanowiła bowiem ok. 0,8% kapitalizacji giełdowego rynku akcji (przy rozproszeniu inwestycji funduszu w akcje 55 spółek).

Drugim towarzystwem była **Korona – Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA**, zarządzające do końca roku 1996 jednym funduszem; Korona – Fundusz Powierniczy. Strukturę inwestycyjną tego funduszu na dzień 31 grudnia 1996 r. przedstawia tabela 3.9 (dla porównania zamieszczono również zestawienie przygotowane na 31 grudnia 1995 r.).

TABELA 3.9. Struktura inwestycji Korona FP na 31 grudnia 1996 r.

Papiery wartościowe	31.12.1996		31.12.1995	
	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)
Akcje, prawa poboru	28 866,87	55,19	7 233,20	44,32
Obligacje (bez odsetek)	7 765,20	14,85	2 994,00	18,35
Odsetki od obligacji	403,89	0,77	39,15	0,24
Bony skarbowe	12 772,80	24,42	5 335,65	32,70
Papiery wartościowe razem z odsetkami od obligacji	49 808,71	95,22	15 602,01	95,61
Inne aktywa netto	2 498,62	4,78	716,89	4,39
Razem aktywa netto	52 307,33	100,00	16 318,90	100,0

Źródło: Korona – Fundusz Powierniczy, *Roczne sprawozdanie finansowe na dzień 31 grudnia 1996 r.*

Dane zawarte w tabeli 3.9 wskazują, że w roku 1996 Korona FP wyraźnie preferował dokonywanie inwestycji w akcje, co zmieniało jakby profil funduszu – ze zrównoważonego na bardziej agresywny. W skład jego portfela inwestycyjnego wchodziły akcje spółek giełdowych oraz powszechne świadectwa udziałowe, udział obligacji był stosunkowo niewielki. Uwzględniając wymóg utrzymywania odpowiedniej płynności aktywów, znaczące środki lokowano również w instrumenty rynku pieniężnego – bony skarbowe.

Stosunek wartości akcji notowanych na GPW, znajdujących się w portfelu Korony, do kapitalizacji całego rynku akcji na 31 grudnia 1996 r. wyniósł zaledwie 0,01%.

Korona FP rozpoczął sprzedaż jednostek uczestnictwa w ofercie publicznej 8 sierpnia 1995 r. W roku 1996 inwestorzy nabyli 365 804 jednostki uczestnictwa, umorzyli zaś 44 036. 31 grudnia 1996 r. w posiadaniu inwestorów znajdowało się 641 410 jednostek.

Oferta funduszu Korona cieszyła się wśród klientów znacznie mniejszym zainteresowaniem niż oferta trzech funduszy Pioneer. Znajduje to swój wyraz zarówno w liczbie jednostek uczestnictwa, którymi dysponowali inwestorzy, jak i w wartości aktywów netto, będącymi w dyspozycji funduszy.

Ostatnim towarzystwem, które działało w roku 1996, było **Przymierze – Towarzystwo Funduszy Powierniczych SA**, zarządzające Funduszem Powierniczym Eurofundusz 1. Eurofundusz 1 rozpoczął swą działalność 16 września 1996 r. W jego ofercie pojawiła się (po raz pierwszy) na polskim rynku możliwość nabycia zróżnicowanych jednostek uczestnictwa typu A i B, które różnią się między sobą wysokością i momentem pobierania opłat (w przypadku jednostek A opłata manipulacyjna pobierana jest przy ich nabywaniu, w przypadku jednostek B – przy umarzaniu). Eurofundusz 1 jest funduszem zrównoważonym. Strukturę inwestycji tego funduszu prezentuje tabela 3.10.

TABELA 3.10. Struktura inwestycji Eurofunduszu 1 na dzień 31 grudnia 1996 r.

Papiery wartościowe	31.12.1996	
	wartość rynkowa (tys. zł)	udział w aktywach netto (%)
Akcje	8 509,5	34,1
Obligacje z odsetkami	7 516,6	30,1
Bony skarbowe	6 348,3	25,4
Inne papiery wartościowe	1 054,5	4,2
Papiery wartościowe razem	23 428,9	93,8
Inne aktywa netto	1 559,5	6,2
Razem aktywa netto	24 988,4	100,0

Źródło: Fundusz Powierniczy Eurofundusz 1, *Sprawozdanie finansowe za okres od początku działalności (16 września) do 31 grudnia 1996 r.*

W badanym okresie Eurofundusz 1 zainwestował posiadane środki prawie równomiernie w akcje i obligacje, oraz bony skarbowe. Udział jego inwestycji w akcje w kapitalizacji warszawskiej giełdy wynosił zaledwie 0,03%. Na koniec roku 1996 na kontach klientów funduszu znajdowały się 18 864 jednostki typu A oraz 5937 jednostek typu B. Trudno jednak porównywać rezultaty osiągnięte przez Eurofundusz 1 z rezultatami innych funduszy, jako że zaczął on swoją działalność dopiero w połowie września 1996 r.

Zaangażowanie kapitałowe Pioniera I, Pioniera III, Eurofunduszu I i Korony na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie (rynek akcji) w roku 1996 oscylowało w granicach 2% (przy zdecydowanej dominacji funduszy Pioneer). Nie jest to wielkość, która mogłaby wywrzeć znaczący wpływ na całość operacji giełdowych. W tej sytuacji nie dziwią problemy, jakie miały działające fundusze z pomyślnym wywiązaniem się z powierzonego im zadania stabilizatorów rynku. Sytuacja może ulec zmianie dopiero wówczas, gdy na rynku zaczną działać więcej funduszy, które będą ponadto dysponowały znacznymi środkami finansowymi.

Z punktu widzenia rynku kapitałowego pojawianie się nowych towarzystw i funduszy jest rzeczą bardzo istotną, oznacza bowiem, że oferta funduszy wciąż się poszerza. Inwestorzy mają coraz większy wybór, zarówno co do towarzystw prowadzących fundusze, jak i prowadzonej przez same fundusze polityki inwestycyjnej.

W roku 1997 pojawiły się nowe fundusze prowadzone przez towarzystwo Korona. Korona – Fundusz Powierniczy przekształcił się w Fundusz Powierniczy Zrównoważony (strategia: długoterminowy wzrost przy kontrolowanym ryzyku), obok zaś niego powstały: Fundusz Powierniczy Rynku Pieniężnego (strategia: stabilny wzrost przy maksymalnym bezpieczeństwie), Fundusz Powierniczy Akcji (dynamiczny wzrost w długim okresie) oraz Fundusz Powierniczy Powszechnej Prywatyzacji. Również Pioneer TFP powołało fundusz inwestujący w papiery wartościowe PPP – Pioniera IV (Pioneer – Fundusz Powierniczy Polskiej Prywatyzacji), natomiast Przymierze TFP utworzyło Eurofundusz 2 (agresywnego inwestowania). Rozpoczęły działalność dwa nowe towarzystwa: TFP Fidelia SA oraz TFP Atut SA. Pierwsze z nich uruchomiło Fundusz Powierniczy Fidelia, drugie zaś aż trzy fundusze: Atut 1 – Fundusz Powierniczy Renomowanych Spółek, Atut 2 – Fundusz Powierniczy Bezpiecznych Papierów Skarbowych oraz Atut 3 – Fundusz Powierniczy Dynamicznie Rozwijających się Spółek.

Na pytanie: czy postępująca prywatyzacja wpływa na fundusze inwestycyjne otwarte, trzeba dać jednoznacznie pozytywną odpowiedź. Prywatyzowane firmy, których papiery wartościowe trafiają do publicznego obrotu, są równocześnie „donatorami” instrumentów inwestycyjnych dla funduszy powierniczych. Im więcej firm, tym większy wybór walorów i tym większe, przynajmniej teoretycznie, winno być zainteresowanie ze strony towarzystw inwestycyjnych tworzeniem nowych funduszy. Rynek finansowy jest jednak strukturą złożoną, stąd trudno tu o tak proste zależności. Powodzenie funduszy powierniczych jest wypadkową wielu czynników, w tym m. in. konkurencyjności oferty funduszy w stosunku do alternatywnych możliwości lokowania pieniędzy, poziomu dochodów w społeczeństwie, systemu bodźców podatkowych itp. Do niedawna w Polsce mogły funkcjonować jedynie fundusze inwestycyjne otwarte. Na świecie dużą popularnością cieszą się

również fundusze inwestycyjne zamknięte, nazywane po prostu funduszami zamkniętymi.

Gwoli przypomnienia – fundusz zamknięty to fundusz inwestycyjny, w którym liczba akcji lub udziałów jest stała i może zostać zmieniona jedynie w drodze nowej emisji. W funduszu tego typu nie ma możliwości umarzania udziałów. Jedyną możliwością ich zbycia jest odsprzedaż innemu inwestorowi. W krajach wysoko rozwiniętych akcje większości funduszy zamkniętych działających w formie spółek akcyjnych notowane są na giełdzie, przy czym ich kurs jest z reguły niższy niż wartość aktywów portfela inwestycyjnego spółki, przypadająca na jedną akcję. W Polsce prace nad nową ustawą, która regulowałaby kompleksowo problematykę wszystkich funduszy, trwały kilka lat. Ostatecznie 28 sierpnia 1997 r. Sejm uchwalił ustawę o funduszach inwestycyjnych, zastępując nią przepisy dotyczące funduszy powierniczych zawarte w ustawie z 22 marca 1991 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych.

Nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych precyzuje pojęcie funduszu inwestycyjnego jako osoby prawnej, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe. Ustawa przewiduje istnienie czterech typów funduszy: otwartych, specjalistycznych otwartych, zamkniętych i mieszanych. Dzięki postanowieniom ustawy na rynku pojawi się również nowy instrument finansowy – certyfikat inwestycyjny. Certyfikaty inwestycyjne będą emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte i mieszane. Będą to papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, co oznacza, że handel nimi będzie regulowany prawem o publicznym obrocie. Obecnie działające fundusze otrzymają trzy lata na dostosowanie się do wymogów nowej ustawy.

Wydaje się, że powstanie jasnego i spójnego prawa regulującego zasady działania funduszy powinno przyczynić się do wzrostu ich liczebności na polskim rynku kapitałowym. Z punktu widzenia rynku duża liczba zamożnych funduszy (choć ich zamożność jest wypadkową wielu czynników) oznacza zwykle wzrost stabilności rynku, a także uniezależnienie się od bardzo wrażliwego na zmiany gospodarczo-polityczne kapitału zagranicznego.

Uchwalenie ustawy o funduszach inwestycyjnych z pewnością jest kolejnym ważnym krokiem na drodze rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Trudno bowiem zaprzeczyć, że istniejący do roku 1996 sektor funduszy inwestycyjnych był wyraźnie niepełny – działały przecież tylko otwarte fundusze inwestycyjne.

Jak już wcześniej wspomniano, powstawanie funduszy inwestycyjnych nie wiąże się z procesami prywatyzacji w sposób bezpośredni. Fundusze inwestycyjne jako jakościowo nowe podmioty nie podlegają procesowi przekształceń własnościowych. W ich przypadku mamy do czynienia z prywatyzacją założycielską (instytucje te budowane są od podstaw). Ich prawne

umocowanie winno więc przebiegać z wyjątkową starannością – nie można dopuścić, by straciły swą wiarygodność już na początku działania.

„Podaży na rynku kapitałowym odpowiadać musi popyt. Bez dopływu nowego kapitału nie będzie ani szybszej prywatyzacji, ani większych inwestycji. Instytucjami, które mają szansę przyciągnąć ten kapitał, są fundusze zbiorowego inwestowania”²⁴. Wydaje się, że te słowa, wypowiedziane przez wiceministra prywatyzacji Andrzeja Żebrowskiego, stanowią dobrą pointę prowadzonych rozważań.

4.2.2. Fundusze ubezpieczeniowe

Na rynku kapitałowym inwestują również fundusze, których zadaniem jest nie tylko pomnażanie dochodów, ale także realizacja określonych celów. Do takich funduszy należą m. in. fundusze ubezpieczeniowe. Towarzystwa ubezpieczeniowe, podobnie jak klasyczne fundusze inwestycyjne, lokują środki finansowe na rynku kapitałowym. Zapewniają tym samym podaż kapitału na tym rynku oraz przyczyniają się do wzrostu jego stabilności.

Zgodnie z charakterystyką dokonaną w rozdziale pierwszym, towarzystwa ubezpieczeniowe funkcjonują w dwóch dziedzinach ubezpieczeń: na życie i majątkowych. W zależności od profilu działania przyjmują one inną politykę inwestycyjną. Firmy oferujące ubezpieczenia od następstw nieszczęśliwych wypadków nie są w stanie przewidzieć, kiedy zajdzie zdarzenie wymagające wypłaty odszkodowania. Ich inwestycje są więc czynione przede wszystkim w walory o dużym stopniu płynności, aby w razie potrzeby można je było łatwo zamienić na gotówkę. Inaczej wygląda sytuacja w przypadku towarzystw oferujących ubezpieczenia na życie. Uwzględniając dane statystyczne oraz korzystając z metod rachunku prawdopodobieństwa, mogą one w dużym stopniu przewidzieć, jakie kwoty i w jakich terminach będą musiały być wypłacone. Pozwala im to lokować posiadane środki w mniej płynne instrumenty finansowe.

W krajach wysoko rozwiniętych istnieje wiele towarzystw ubezpieczeniowych konkurujących między sobą o pozyskanie jak największej liczby klientów. W Polsce sytuacja na rynku ubezpieczeń nie jest tak przejrzysta. Przede wszystkim brak na nim konkurencji, co można stwierdzić po zapoznaniu się z rankingiem polskich firm ubezpieczeniowych w roku 1996 (tabele 3.11 i 3.12).

²⁴ Wypowiedź A. Żebrowskiego, wiceministra prywatyzacji, w artykule M. Pokojkiej, *Dla leniwych ryzykantów*, „Życie Gospodarcze” 1996, nr 24, s. 34.

TABELA 3.11. Ranking firm ubezpieczeniowych oferujących ubezpieczenia na życie, według zbioru składki za rok 1996

Nazwa firmy	Składka przypisana (mln zł)	Udział w rynku (%)
PZU Życie SA	2 148,36	77,20
CU na Życie	320,00	11,50
Amplico Life SA	207,06	7,40
Nat-Ned SA	56,36	2,00
Heros Life SA	25,00	0,90
AGF Życie SA	8,91	0,30
Polisa Życie SA	8,18	0,30
Warta Vita SA	4,97	0,20
Benefit SA	2,40	0,10
Polonia Życie SA	1,38	0,00

Źródło: Z. Klima, *Burzliwy rok*, „Życie Gospodarcze” 1997, nr 9, s. 26.

TABELA 3.12. Ranking firm ubezpieczeniowych oferujących ubezpieczenia majątkowe i osobowe, według zbioru składki za rok 1996

Nazwa firmy	Składka przypisana (mln zł)	Udział w rynku (%)
PZU S.A.	3 460,26	65,40
Warta S.A.	757,99	15,00
Polisa S.A.	200,00	3,80
Hestia Insurance SA	179,30	3,40
Polonia SA	159,99	3,00
Compensa SA	80,60	1,50
TUK SA	70,30	1,30
Filar SA	46,93	0,90
Heros SA	45,00	0,90
Fenix SA*	45,00	0,90

* W Fenixie 5 listopada 1996 r. wprowadzono zarząd komisaryczny, spółka zaprzestała sprzedaży polis.

Źródło: Z. Klima, *Burzliwy rok*.

Dane zestawione w tych dwóch tabelach wskazują, że mimo istnienia wielu firm ubezpieczeniowych trudno mówić o przejrzystej strukturze rynku ubezpieczeń. Prym wiodą bezwzględnie: PZU Życie SA na rynku ubezpieczeń na życie, natomiast PZU SA – na rynku ubezpieczeń majątkowych. Już sam fakt kontrolowania przez obie te firmy tak dużej części rynku stawia je w wygodnej pozycji quasi-monopolisty. Istotne znaczenie ma również ich przynależność do skarbu państwa. Jest to kolejny „punkt” w rywalizacji z firmami prywatnymi mogącymi liczyć tylko na własne zasoby.

Czy wobec tego można mówić o spełnianiu zasad wolnej konkurencji na rynku usług ubezpieczeniowych? Wydaje się, że w obecnej sytuacji raczej nie. PZU SA, firma mająca na tym rynku dominującą pozycję, jest firmą państwową, dzięki czemu jest nad nią rozpięty specjalny parasol ochronny. Można zatem stwierdzić, że wpływ prywatyzacji na polepszenie kondycji sektora usług ubezpieczeniowych na pewno byłby znaczny, gdyby uwzględnić zarówno prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, jak i prywatyzację samych usług ubezpieczeniowych.

Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych ma jedynie wpływ pośredni. Dzięki niej przybywa firm prywatnych, które pragną zabezpieczyć się od następstw nieszczęśliwych wypadków – firmy ubezpieczeniowe zyskują więc klientów. Dzięki prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych na rynku kapitałowym pojawiają się również papiery wartościowe, w które firmy ubezpieczeniowe mogą zainwestować posiadane środki.

4.2.3. Fundusze emerytalne

Fundusze emerytalne są kolejnymi, po towarzystwach ubezpieczeniowych, funduszami, których działalność służy nie tylko generowaniu zysku, ale także realizacji dodatkowego celu. Fundusze emerytalne gromadzą część dochodów (wnoszonych do funduszy pod postacią regularnie płaconych składek) osób w nich uczestniczących, umożliwiając tym osobom zapewnienie sobie dodatkowego świadczenia pieniężnego w momencie przejścia na emeryturę.

W krajach wysoko rozwiniętych fundusze emerytalne są jednymi z głównych inwestorów instytucjonalnych, działających na rynku kapitałowym. Swoją wysoką pozycję zawdzięczają one konstrukcji systemu emerytalnego, w którym większość odpowiedzialności za wysokość otrzymywanych na starość świadczeń ponoszą sami zainteresowani, nie zaś instytucje państwowe. W roku 1993 wartość aktywów funduszy emerytalnych działających w Stanach Zjednoczonych wynosiła ponad 3,5 bln USD, w Belgii – 7 mld USD, w Holandii – 261 mld USD, w Wielkiej Brytanii – 717 mld USD²⁵.

²⁵ Ł. Knap, *Kapitał na przyszłość*, „Gazeta Bankowa” 1997, nr 6, s. 3.

Przytoczone dane wskazują, jak wielkim potencjałem finansowym dysponują te fundusze i jak znaczny wpływ mogą wywrzeć na rynek kapitałowy. Dość powiedzieć, że udział funduszy emerytalnych w rynku akcji w Stanach Zjednoczonych wynosi obecnie ponad 20%.

Polski system ubezpieczeń społecznych stoi właśnie w obliczu reform. Nowy system zabezpieczenia emerytalno-rentowego opiera się na trzech filarach. Pierwszy filar jest tworzony przez ubezpieczenie realizowane w systemie repartycyjnym, zapewniane (jak obecnie) przez ZUS, filar drugi – to środki gromadzone przez pracowników w powszechnych i obowiązkowych funduszach emerytalnych zarządzanych prywatnie (posiadających jednak gwarancje państwa), natomiast filar trzeci składa się z dodatkowych dochodów, gromadzonych przez zainteresowanych dobrowolnie w prywatnych funduszach emerytalnych.

W roku 1997 Sejm uchwalił trzy ustawy, które wytyczają drogę reform sektora ubezpieczeń społecznych w Polsce. Z punktu widzenia tematu pracy najważniejsze wydają się być dwie: o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji części mienia skarbu państwa na cele związane z reformą systemu ubezpieczeń społecznych oraz o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Dzięki pierwszej ustawie możliwe jest przeprowadzenie reformy od strony finansowej. Druga z ustaw – o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych – umożliwia tworzenie instytucji stanowiących podstawę całego systemu – kapitałowych funduszy emerytalnych. Ustawa reguluje zasady powstawania dwóch typów funduszy: otwartych funduszy emerytalnych (wchodzących w skład drugiego filaru) oraz pracowniczych funduszy emerytalnych (pochodzących z trzeciego filaru). Fundusze jako wyodrębniona masa majątkowa posiadają osobowość prawną. Powoływane i zarządzane będą przez powszechne i pracownicze towarzystwa emerytalne, działające w formie spółek akcyjnych. Głównym celem funduszy jest uzyskanie jak najwyższej rentowności dokonywanych lokat przy ich maksymalnym bezpieczeństwie. Ustawa dokładnie określa, jak fundusze mogą inwestować posiadane środki finansowe. Lokaty mogą być dokonywane m.in. w obligacje, bony i inne papiery emitowane przez skarb państwa lub NBP, obligacje i inne papiery dłużne gwarantowane przez skarb państwa lub NBP, akcje NFI i spółek notowanych na giełdzie lub na rynku pozagiełdowym, akcje dopuszczone do publicznego obrotu, obligacje komunalne itp. Tak zwane pewne lokaty mają stanowić co najmniej 95% wartości aktywów funduszu emerytalnego, przy czym wprowadzono jeszcze pewne ograniczenia, np.: w jednym rodzaju papierów wartościowych może być ulokowane nie więcej niż 10% aktywów, w jednym banku – nie więcej niż 5% aktywów, we wszystkich funduszach inwestycyjnych razem – nie więcej niż 15% aktywów funduszu (ograniczenia te dotyczą tylko otwartych funduszy emerytal-

nych). Fundusze będą mogły dokonywać lokat także za granicą, jednak potrzebne na to będzie zezwolenie ministra finansów. Na mocy ustawy powołano specjalną instytucję nadzorującą działalność funduszy – Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi (UNFE), której zadaniem jest przede wszystkim ochrona interesów członków funduszy i pracowniczych programów emerytalnych.

Rozpoczęcie wdrażania reformy ubezpieczeń społecznych stanowi moment przełomowy dla całej polskiej gospodarki, w tym również dla rynku kapitałowego. Fundusze emerytalne będą inwestorami dysponującymi ogromnymi środkami finansowymi, którzy poszukują stabilnych i długoterminowych inwestycji. Ich wejście na polski rynek kapitałowy oznacza ogromną zmianę dla tego rynku. Zakłada się również, iż powstanie kapitałowych funduszy emerytalnych spowoduje wzrost skłonności do oszczędzania w społeczeństwie, co z kolei przyczyni się do zwiększenia zasobów kapitału inwestycyjnego, a w dłuższej perspektywie – do wzrostu gospodarczego kraju. Za przykład dla Polski w tym względzie stawiana jest często wspomniana reforma systemu emerytalnego, przeprowadzona w Chile²⁶. Pośrednictwo budżetu zostało tam zastąpione przez system kapitałowych funduszy emerytalnych, które dysponują obecnie prawie 40% majątku narodowego. Istotną rzeczą jest, że w Chile tworzenie funduszy emerytalnych wyprzedziło działania prywatyzacyjne. Tym samym prywatyzacja wspomogła wdrażanie reformy ubezpieczeń społecznych: po pierwsze – część zysków z prywatyzacji umożliwiła państwu wypełnienie zobowiązań emerytalnych wobec osób, które pozostały w starym systemie; po drugie – dochody z prywatyzacji pozwoliły na dokonanie dopłat pracownikom, którym zabrakło odpowiedniego wkładu na książeczke emerytalnej; po trzecie – fundusze emerytalne mogły wziąć aktywny udział w procesie prywatyzacji. Działalność kapitałowych funduszy emerytalnych przynosi Chile wymierne zyski. Stopa oszczędności wzrosła prawie czterokrotnie, kapitalizacja giełdy przekroczyła 100% PKB (w roku 1986 wynosiła 24% PKB), rozwinął się rynek długoterminowych obligacji przedsiębiorstw²⁷.

Powracając do wpływu prywatyzacji na powstanie i rozwój funduszy emerytalnych, trzeba stwierdzić, że jest on bardzo znaczny. Fundusze powstały w efekcie działań prywatyzacyjnych, jeśli przyjętą wcześniej definicję prywatyzacji rozszerzyć o pojęcie prywatyzacji założycielskiej. Ponadto prywatyzacja wybranych przedsiębiorstw państwowych umożliwi wdrożenie całej reformy ubezpieczeń społecznych. W przyszłości kapitałowe fundusze emerytalne winny również przyczynić się do przyspieszenia procesów prywatyzacji, nabywając walory prywatyzowanych przedsiębiorstw. Powyższe

²⁶ B. Brach, *Dźwignia kapitalizmu*, „Życie Gospodarcze” 1995, nr 26, s. 26–27.

²⁷ *Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile*, IMF, Working Paper, August 1996, cyt za: *Revolucja w emeryturach*, „Życie Gospodarcze” 1996, nr 50, s. 39.

zależności wskazują, że reforma ubezpieczeń społecznych i procesy przekształceń własnościowych są ze sobą wyraźnie powiązane. Obecnie można zaobserwować przewagę wpływu, jaki wywiera prywatyzacja na powstanie funduszy emerytalnych. Jednak w drugim etapie oddziaływanie to może zmienić się na przeciwne – fundusze emerytalne zaczną wpływać na tempo przemian własnościowych.

Istnienie różnego typu funduszy jest warunkiem koniecznym (choć niewystarczającym) do sprawnego działania rynku kapitałowego. Powstanie funduszy wiąże się z jednej strony z koniecznością stworzenia odpowiednich regulacji prawnych umożliwiających ich funkcjonowanie (co łączy się bezpośrednio z prywatyzacją usług finansowych świadczonych dotąd przez instytucje państwowe), z drugiej zaś z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych, która tworzy popyt na kapitały gromadzone za pośrednictwem funduszy oraz instrumenty, w które fundusze mogą inwestować posiadane środki finansowe.

Nawiązując do samych funduszy, wydaje się, że z punktu widzenia interesu rynku kapitałowego, priorytetowe znaczenie winno być nadane regulacjom umożliwiającym powstawanie funduszy tworzonych przez towarzystwa emerytalne i ubezpieczeniowe. Te bowiem fundusze przyczyniają się w największej mierze do stabilizacji rynku papierów wartościowych. Dysponują one stałym dopływem różnego typu składek, które są wpłacane nawet w okresach dekonunktury gospodarczej. Zdecydowana większość obywateli uczestniczy w planach emerytalnych i/lub posiada polisy ubezpieczeniowe różnych typów. Sytuacja wygląda inaczej w przypadku funduszy inwestycyjnych. Ich uczestnicy nastawieni są tylko na zysk (nie ma tu świadczeń dodatkowych), tak więc w przypadku osiągania niezadowalających dochodów po prostu się wycofują. Działania takie nie służą zaś stabilizowaniu rynku, a wręcz przeciwnie – często potęgują jego niekorzystną sytuację. Przykładem może tu być przypadek Pioniera I, który odnotował masowe wycofywanie się uczestników w roku 1995.

Prywatyzacja sektora usług finansowych winna wydatnie przyczynić się do zmian na polskim rynku kapitałowym i to zarówno w aspekcie ilościowym, jak i jakościowym. Powstanie kolejnych funduszy będzie oznaczać pojawienie się nowej jakości na rynku – zacznie działać wiele zróżnicowanych instytucji specjalizujących się w inwestowaniu naszych pieniędzy, które z jednej strony umiejętnie je pomnażają, z drugiej zaś korzystnie oddziałują na rynek kapitałowy. Ponadto uwzględniając tendencje długookresowe, nie można jako pozytywną określić obecnej sytuacji, gdy większość inwestorów rynku kapitałowego stanowią polscy inwestorzy indywidualni i inwestorzy zagraniczni. Taka struktura inwestorów oznacza, że polski rynek kapitałowy może cechować mała odporność na wszelkiego rodzaju próby jego destabilizacji. Zmniejszenie tego zagrożenia przyniesie dopiero powstanie silnej grupy polskich inwestorów instytucjonalnych, tworzonej właśnie przez różnego typu fundusze.

4.3. Banki

Ostatnia grupa instytucji finansowych, których działalność wywiera znaczny wpływ na rynek kapitałowy, to banki. Są one bardzo specyficznymi podmiotami tego rynku. Przede wszystkim banki przynależą do innego segmentu rynku finansowego – rynku kredytowego. Jak wspomniano w pierwszym rozdziale, głównym zadaniem klasycznie rozumianego banku jest przyjmowanie depozytów, pośredniczenie w dokonywaniu rozliczeń innych podmiotów oraz udzielanie kredytów. Jednak większości banków działalność wyłącznie w obrębie rynku kredytowego nie wystarcza. Pojawiają się więc na rynku kapitałowym, występując we wszelkich możliwych rolach: kapitałobiorców, kapitałodawców oraz instytucji pośredniczących w obrocie papierami wartościowymi. Różnorodność funkcji, które pełnią, uniemożliwia zakwalifikowanie ich do jednej określonej podgrupy. Dzięki posiadanym biuram maklerskim wpisują się w system organizacyjny rynku kapitałowego. Uczestniczą również w przygotowywaniu emisji papierów wartościowych podmiotów zainteresowanych pozyskiwaniem środków poprzez rynek kapitałowy oraz zapewniają pełną obsługę tego procesu. Występują w roli inwestora, lokując posiadane nadwyżki w instrumenty finansowe. Zdobywają środki finansowe na rozszerzenie własnej działalności, dokonując emisji własnych papierów wartościowych na rynku kapitałowym.

Analizując wpływ procesów przemian własnościowych na rozwój polskiego sektora bankowego, należy rozpatrzyć dwa przypadki. Po pierwsze, prywatyzację banków rozumianą jako przekształcenia własnościowe klasycznych przedsiębiorstw, które zamiast produkować dobra inwestycyjne lub konsumpcyjne, świadczą usługi finansowe. Po drugie, prywatyzację banków jako instytucji finansowych z konsekwencjami, które niesie ona dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Zagadnienie prywatyzacji banków-przedsiębiorstw zostało już omówione. Prywatyzacja banków-instytucji finansowych ma natomiast duży wpływ nie tylko na rozwój strony podażowej rynku kapitałowego (banki występują tu w roli kapitałodawców), ale również na stronę organizacyjną tego rynku. Jak już bowiem wcześniej wspomniano, banki na rynku kapitałowym oferują znacznie więcej niż proste pośrednictwo w przepływie środków finansowych. Przekształcenia własnościowe banków mogą więc, jeśli zaistnieją odpowiednie uregulowania prawne, zmienić obecny wizerunek polskiego rynku kapitałowego.

Systemy bankowe różnych krajów określone są poprzez umiejscowienie w systemie gospodarczym kraju banku centralnego i jego rolę w gospodarce oraz kwestię specjalizacji banków, wspólnie tworzących system bankowy państwa. Ogólnie można wyróżnić dwa główne systemy bankowe: anglo-amerykański i kontynentalno-europejski.

Model anglo-amerykański zakłada prymat rynków finansowych nad zorganizowanym systemem bankowym. Podmioty potrzebujące środków finansowych w pierwszej kolejności poszukują ich na rynkach pieniężnych i kapitałowych. Przykładem kraju, w którym działa taki właśnie system, jest Wielka Brytania. W kraju tym dominują banki wyspecjalizowane²⁸. Należą do nich banki handlowe (zwane również detalicznymi, nastawione na obsługę drobnych klientów), domy dyskontowe (pośrednicy między Bankiem Anglii i resztą sektora bankowego) oraz banki kupieckie (zajmujące się obsługą transakcji związanych z rynkiem kapitałowym). Banki kupieckie nie mają wiele wspólnego z klasycznym pojęciem banku²⁹. Są to instytucje finansowe specjalizujące się w dostarczaniu profesjonalnych usług związanych z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi, trustami i pulami powierniczymi, funduszami emerytalnymi, finansowaniem fuzji i akwizycji przedsiębiorstw, doradztwem finansowym, organizowaniem emisji akcji i obligacji.

Podobnie w Stanach Zjednoczonych, na mocy aktu prawnego Glass-Steagall Act nastąpiło rozdzielenie bankowości komercyjnej (ang. handlowej) i inwestycyjnej (ang. kupieckiej). Jednak w związku z coraz częstszymi przypadkami wkraczania banków komercyjnych w tradycyjne obszary działania banków inwestycyjnych (rynek kapitałowy), w ostatnich latach rozpoczęła się w USA dyskusja mająca doprowadzić do zniesienia sztucznego podziału między tymi dwoma sektorami bankowości.

Odmienny system funkcjonowania banków istnieje w Niemczech. Przyjęty tu został model banku uniwersalnego, który wypełnia wszystkie funkcje należne różnym bankom w systemie anglo-amerykańskim³⁰. W chwili obecnej działalność na niemieckim rynku papierów wartościowych została zdominowana przez trzy duże niemieckie banki uniwersalne: Deutsche Bank, Dresdner Bank i Commerzbank³¹, natomiast możliwości wejścia na ten rynek innego banku (tak silnego jak wymienione) praktycznie nie istnieją.

W ostatnich latach obserwuje się na świecie powszechne dążenie do konsolidacji podmiotów rynku kapitałowego. Oczekuje się, iż po zniesieniu ustawy Glass-Steagall Act instytucje amerykańskiego rynku kapitałowego

²⁸ J. Brzozowski, *Banki w Wielkiej Brytanii*, „Rynki Zagraniczne” 1994, nr 135–136.

²⁹ „Do podstawowej działalności banków należy gromadzenie środków pieniężnych, udzielanie kredytów i pożyczek pieniężnych oraz przeprowadzanie rozliczeń pieniężnych.” Prawo bankowe.

³⁰ Niemieckie prawo bankowe określa następujący zakres działalności banku uniwersalnego: przyjmowanie depozytów bankowych; udzielanie pożyczek i kredytów; przyjmowanie weksli i czeków; kupno i sprzedaż papierów wartościowych we własnym imieniu, lecz na rachunek dającego zlecenie; usługi powiernicze dla papierów wartościowych klientów; działalność inwestycyjna; realizacja praw zastawu, działalność gwarancyjna, działalność clearingowa. R. Lewszyk, *Modele bankowości inwestycyjnej – perspektywy rozwoju działalności inwestycyjnej w Polsce*, „Bank i Kredyt” 1995, nr 6.

³¹ Tamże.

połączą się w struktury holdingu finansowego. Podobnie w przypadku systemu kontynentalnego (zgodnie z tzw. koncepcją *Allfinanz*), w miejsce działających niezależnie od siebie instytucji finansowych powstaną grupy finansowe, tzw. konglomeraty finansowe. Przewiduje się, że konglomeraty te będą tworzone przez podmioty, powiązane ze sobą umową o wspólnym oferowaniu usług.

Wydaje się, że obecnie polski system bankowy przypomina system niemiecki. Istniejące banki są bankami komercyjnymi, które starają się kompleksowo obsługiwać zarówno drobnych klientów, jak i duże instytucje. W strukturach banków znajdują się departamenty zajmujące się transakcjami i procesami zachodzącymi na rynkach kapitałowych, natomiast przy bankach działają biura maklerskie, które jednak muszą być organizacyjnie i finansowo wydzielone z ich struktur. Jest to sytuacja o tyle ciekawa, iż coraz częściej pojawiają się opinie wskazujące na konieczność zainicjowania w Polsce bankowości inwestycyjnej, opartej na wzorach anglosaskich.

Bankom inwestycyjnym należy poświęcić więcej uwagi, jako że są to instytucje dotąd w Polsce nie znane. Bardzo trudno podać precyzyjną definicję banku inwestycyjnego, dlatego często definiuje się tę instytucję, podając zakres oferowanych przez nią usług. Usługi te można podzielić na trzy główne grupy³²:

1. Obrót papierami wartościowymi i zarządzanie funduszami, w tym m.in.:
 - organizowanie emisji papierów wartościowych;
 - pośrednictwo w sprzedaży papierów wartościowych oraz gwarantowanie emisji;
 - działalność dealerską i brokerską;
 - profesjonalne zarządzanie aktywami na zlecenie podmiotów itp.
2. Doradztwo finansowe i zarządzanie finansami (usługi związane z obrotem papierami wartościowymi), takie jak:
 - opracowywanie planów restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw oraz ich wdrażanie;
 - doradztwo w zakresie wyboru, a następnie wdrażanie określonej metody prywatyzacyjnej;
 - operacje przejmowania i łączenia przedsiębiorstw itp.
3. Operacje rynku pieniężnego.

Często można spotkać opinie, iż ukształtowanie się w Polsce sektora banków inwestycyjnych mogłoby mieć znaczny wpływ na rozwój rynku kapitałowego, jako że właśnie tego typu banki są instytucjami, które umożliwiają efektywne wykorzystywanie możliwości tworzonych przez ten rynek. Najczęściej z ich usług korzystają przedsiębiorstwa, które potrzebują

³² K. Czerkas, R. Oppenheim, *Banki inwestycyjne*, Olympus, Warszawa 1993, s. 9–13.

kapitału na rozszerzenie działalności. Bank inwestycyjny dokonuje analizy finansowej przedsięwzięcia, pomaga określić kwotę potrzebnych środków inwestycyjnych, a następnie przygotowuje plan ich zdobycia. W zależności od preferencji i możliwości firmy doradza emisję wierzycielskich bądź udziałowych papierów wartościowych. Następnie sporządza prospekt emisyjny, przygotowuje emisję (szuka również gwarantów emisji) i organizuje dystrybucję walorów wśród inwestorów.

Banki inwestycyjne miałyby szansę odegrać aktywną rolę w procesach transformacji gospodarczej, uczestnicząc m.in. w³³:

- finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych,
- rozwoju rynku kapitałowego oraz detalicznego obrotu papierami wartościowymi,
- prywatyzacji i konsolidacji,
- restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków.

W chwili obecnej nie ma polskiego banku, który można by w sposób jednoznaczny określić jako bank inwestycyjny. Banki obsługują klientów rynku kapitałowego, lecz świadczą również usługi w sektorze komercyjnym, z których nie zamierzają zrezygnować.

Zaletą banków inwestycyjnych jest to samo, co może być i wadą: specjalizacja. Z jednej strony klient może być zadowolony, gdyż ma gwarancję profesjonalnej obsługi, z drugiej zaś niezadowolony, jako że przeprowadzając inne transakcje finansowe, musi się udawać do innych wyspecjalizowanych instytucji.

W systemie kontynentalno-europejskim, który w swej klasycznej postaci występuje w Niemczech, działalność na rynku kapitałowym prowadzą przede wszystkim banki uniwersalne (ściślej rzecz ujmując – prywatne banki komercyjne), które zgodnie z niemieckim prawem bankowym są uprawnione do oferowania usług z dziedziny zarówno bankowości komercyjnej, jak i inwestycyjnej. Struktura wewnętrzna banków uniwersalnych jest złożona. Wymagane jest zbudowanie tzw. „chińskich murów” – wewnętrznych barier między poszczególnymi departamentami banku, blokujących przenikanie poufnych informacji dotyczących prowadzonych transakcji, które mogłyby zostać wykorzystane przez kogokolwiek w sposób nieetyczny. Zaletą banków uniwersalnych jest kompleksowa obsługa, jaką mogą zaoferować swym klientom, prowadząc wszelkiego typu usługi świadczone przez sektor bankowy „pod jednym dachem”.

W Polsce, choć dominują opinie o konieczności powołania banków inwestycyjnych, system bankowy zmierza w stronę modelu kontynentalnego. Istniejące banki komercyjne próbują umocnić swoją pozycję również na

³³ K. Czekas, *Rozwój bankowości inwestycyjnej a transformacja systemu gospodarczego – rola polityki gospodarczej*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 4, s. 63.

ryнку kapitałowym i jak dotąd czynią to z powodzeniem (jako gwaranci emisji papierów wartościowych czy też poprzez działalność swoich biur maklerskich).

Trudno zaprzeczyć, że zarówno rozwiązania przyjęte w modelu anglo-amerykańskim, jak i kontynentalnym mają swoje zalety i wady. Z punktu widzenia przedsiębiorstw więcej pozytywów jest po stronie banków inwestycyjnych, których działalność nakierowana jest głównie na ich obsługę. Analizując przeszłość polskiego sektora bankowego z pozycji banków, należy się raczej przychylić do rozwiązań obowiązujących w systemie kontynentalnym. Powstaje bowiem jedno podstawowe pytanie – skąd wziąć fundusze, które zapewniłyby odpowiednie zabezpieczenie finansowe dopiero co powstałym bankom inwestycyjnym? Wydaje się, że nie najgorszym pomysłem byłaby np. specjalizacja banków w obrębie grupy bankowej.

Podstawą sukcesu każdego banku jest jego wiarygodność, a tę zwykle tworzą: tradycja i kapitał (oba te przymioty nie są mocną stroną naszego sektora bankowego). Polskie banki, nawet te już istniejące, będą musiały stoczyć prawdziwą walkę z coraz ostrzejszą konkurencją banków zachodnich, inwestycyjnych i uniwersalnych, wchodzących na polski rynek z coraz bogatszą ofertą.

Trudno oprzeć się wrażeniu, że polski system bankowy nie nadąża za tempem zmian w polskiej gospodarce. Wciąż stoi przed problemem: kontynentalny czy anglo-amerykański model rozwoju, kiedy kraje wysoko rozwinięte zaczynają już unifikować struktury finansowe dążąc do tworzenia konglomeratów czy też holdingów finansowych. Jest wysoce prawdopodobne, że do zmiany tej sytuacji winna przyczynić się właśnie prywatyzacja polskiego sektora bankowego. Tymczasem, jak już wspomniano, zamiast prywatyzacji banki poddawane są innemu procesowi – konsolidacji. Konsolidacja z pewnością przyczyni się do umocnienia pozycji grup bankowych na rynku finansowym – w miejsce rozproszonych kapitałów pojedynczych banków pojawi się połączony kapitał grupy bankowej. Jednak konsolidacja nie zastąpi prywatyzacji. Banki potrzebują w tej chwili silnego wzmocnienia kapitałowego, które mogą zyskać tylko za pośrednictwem rynku kapitałowego. Potrzebują również jasnego określenia ich przyszłej roli w polskim systemie finansowym. Obecnie ścierają się ze sobą koncepcje zwolenników modelu anglo-amerykańskiego i kontynentalnego. Z jednej strony słychać opinie wskazujące, że dla polskiego systemu bankowego najlepsza jest droga wytyczana przez system kontynentalny i banki uniwersalne (wskazuje się, że duże banki polskie posiadają cechy banków uniwersalnych i właśnie w tym kierunku winien postępować ich rozwój), z drugiej strony bardzo wielu zwolenników ma opcja anglo-amerykańska i banki inwestycyjne (podkreślana jest ich ważna rola na rynku kapitałowym). Jest to kwestia o tyle istotna, iż między rozwojem rynku kapitałowego a rozwojem systemu

bankowego zachodzi sprzężenie zwrotne. Kierunek rozwoju systemu bankowego wpływa na rynek kapitałowy i *vice versa*. W Niemczech silny system bankowy zdominował rynek kapitałowy, w Wielkiej Brytanii rynek kapitałowy odgrywa bardzo dużą rolę, banki zaś obsługują jego podmioty (banki inwestycyjne) lub system depozytowo-rozliczeniowy (banki komercyjne). Tymczasem można odnieść wrażenie, że w Polsce powstaje model mieszany, silnym bankom uniwersalnym ma towarzyszyć silny rynek kapitałowy z rozbudowaną siecią inwestorów instytucjonalnych. Czy jednak w długim okresie bezkonfliktowe współdziałanie tych dwóch systemów okaże się możliwe?

Warunkiem stabilnego rozwoju rynku kapitałowego jest przyspieszenie przekształceń własnościowych w sektorze finansowym. Nie sposób jednak oprzeć się wrażeniu, że ze względu na dużo mniejszy społeczny rezonans występujący przy prywatyzacji sektora finansowego (w porównaniu z sektorem produkcyjnym), działania na tym polu są znacznie opóźnione. Tymczasem z punktu widzenia rynku kapitałowego reformy prowadzone w sektorze finansowym mają olbrzymie znaczenie (kwestia zmiany struktury inwestorów – przesunięcie punktu ciężkości w stronę inwestorów instytucjonalnych). W Polsce nie zdarzyła się jeszcze sytuacja „zapaści” na rynku kapitałowym, która byłaby rezultatem masowego wycofywania się inwestorów z rynku. Wręcz odwrotnie, wystąpiła nadmierna podaż pieniądza, co zdarza się na rozwijających się rynkach. Być może dlatego nie jest brana pod uwagę możliwość pojawienia się niedostatku kapitałów czy wręcz ucieczki kapitałów z rynku. Tymczasem, jeśli sytuacja taka rzeczywiście miałaby mieć kiedyś miejsce, mogłoby się okazać, że brakuje na rynku „filarów”, które chroniłyby polski rynek kapitałowy przed konsekwencjami gwałtownych posunięć pozostałych inwestorów.

W rozdziale trzecim została przeprowadzona analiza określająca charakter zależności występujących między przemianami własnościowymi w Polsce a rozwojem polskiego rynku kapitałowego. Jak zaznaczono na wstępie, wnioski płynące z treści rozdziału trzeciego są w dużej mierze równoważne wnioskowi zamykającym całą pracę. Zatem aby ustrzec się przed powielaniem tych samych konkluzji, co w tej sytuacji byłoby nieuniknione, podsumowanie rozdziału trzeciego zostanie zawarte w ostatecznym podsumowaniu rozprawy.

ZAKOŃCZENIE

Tempo przemian własnościowych oraz rozwoju rynku kapitałowego w Polsce oceniane jest bardzo różnie. Jednak o ile nie słyhać głosów domagających się szybszego rozwoju rynku kapitałowego, o tyle bardzo często pojawiają się opinie, iż prywatyzacja polskiej gospodarki przebiega zdecydowanie za wolno. Jak już wcześniej zaznaczono, nie jest możliwe jednoznaczne określenie właściwego tempa przekształceń własnościowych. Kraje Europy Środkowej i Wschodniej są pionierami w dziedzinie transformacji systemu centralnie sterowanego w wolnorynkowy. Każdy z nich dokonał swobodnego wyboru drogi przemian ustrojowych, nie powielając sprawdzonych wzorów, jako że takich po prostu nie było. Rozwój ilościowy i jakościowy polskiego rynku kapitałowego jest wobec tego konsekwencją przyjęcia określonych regulacji prawnych odnośnie do standardów obowiązujących na tym rynku, a także realizowania określonej polityki prywatyzacyjnej. Fakt ten ujawnia się z całą mocą przy dokonywaniu badań zjawisk występujących na polskim rynku kapitałowym. Jasne i przejrzyste są zależności między postętami prywatyzacji kapitałowej – powstawaniem nowych spółek na bazie byłych przedsiębiorstw państwowych, a zwiększaniem się liczby spółek notowanych na parkietach GPW (jako że rynek CTO rozpoczął działalność dopiero w grudniu 1996 r.) oraz wzrostem kapitalizacji giełdy. Wydaje się, iż z punktu widzenia interesu całej gospodarki przyjęty model powolnego, acz stabilnego rozwoju rynku kapitałowego jest dużo bezpieczniejszy niż preferowanie rozwoju ilościowego kosztem jakości podmiotów rynku kapitałowego¹. Należy bowiem mieć na względzie, iż rozwój rynków finansowych metodą „eksplozji” oznacza zwykle krótkotrwały boom, po którym następuje krótsza lub dłuższa zapaść finansowa (przykład Meksyku). Na taką zapaść nie mogą sobie pozwolić kraje dokonujące kompleksowej przebudowy systemu finansowego. Co zatem stanowi o dynamicznym, lecz

¹ Można by tu porównać dane dotyczące całego procesu przekształceń własnościowych. W drodze prywatyzacji likwidacyjnej sprywatyzowano dużo więcej przedsiębiorstw niż przy wykorzystaniu metod prywatyzacji kapitałowej, co nie oznacza, że ilość przeszła w jakość. Komentarz na ten temat został zamieszczony w rozdziale drugim.

stabilnym rozwoju rynku kapitałowego? Na początku pracy postawiono tezę, iż podstawowym warunkiem harmonijnego rozwoju rynku jest zrównoważenie w długim okresie popytu i podaży na występujący na tym rynku towar – kapitał (podaż kapitału winna zwiększać się więc proporcjonalnie do rosnącego zapotrzebowania). Przekształcenia własnościowe realizowane w polskiej gospodarce wpływają zarówno na podaż, jak i na popyt; prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych przyczynia się do rozwoju strony popytowej, natomiast prywatyzacja sektora finansowego – strony podażowej. Można więc wnioskować, że warunkiem płynnego rozwoju rynku kapitałowego jest synchronizacja dwóch procesów prywatyzacji: sektora produkcyjnego i sektora finansowego. Przekształcenia własnościowe realizowane w przedsiębiorstwach państwowych, choć uważane za zbyt wolne, jednak postępują. Tempo prywatyzacji sektora finansowego niestety im nie dorównuje. Brak jest reformy systemu bankowego i ostatecznej koncepcji prywatyzacji sektora bankowego, brak także reformy ubezpieczeń społecznych, mamy złą sytuację w sektorze usług ubezpieczeniowych... Czy w tych okolicznościach jest zasadne nawoływanie do przyśpieszenia prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, co jest *de facto* mobilizowaniem popytu?

Nie oznacza to, że autorka niniejszej pracy nie jest zwolenniczką ostatecznego zakończenia procesu przekształceń własnościowych w Polsce. Trzeba raz jeszcze podkreślić, że pomyślny rozwój zarówno rynku kapitałowego, jak i całej gospodarki, uzależniony jest od tempa, jakości i zasięgu realizowanych przemian własnościowych. Konieczność zintensyfikowania działań prywatyzacyjnych podkreślano także w przygotowanym przez Ministerstwo Skarbu Państwa opracowaniu *Kierunki prywatyzacji w roku 1997*. Wskazano tam, iż pomimo niewątpliwych osiągnięć, prywatyzacja gospodarki polskiej nie przekroczyła punktu krytycznego. Udział sektora publicznego w gospodarce Polski jest nadal wysoki i nie odpowiada standardom gospodarki rynkowej.

Należałoby się jednak zastanowić, czy nie byłoby pożądane przesunięcie punktu ciężkości w prywatyzacji z sektora produkcyjnego na finansowy. Zaniedbania w rozwoju tego ostatniego mogą okazać się katastrofalne dla polskiego rynku kapitałowego, gdy na jednoczący się światowy rynek finansowy wejdziemy ze słabym sektorem bankowym, rozpoczętą reformą ubezpieczeń społecznych i dopiero powstającym sektorem funduszy inwestycyjnych. Rosnącego popytu na kapitały inwestycyjne, zgłaszanego przez polskie przedsiębiorstwa, nie zaspokoją polskie instytucje finansowe. Zostaną one zastąpione przez zagranicznych konkurentów. Oczywiście nic w tym złego, ale można postawić pytanie, dlaczego beneficjentami polskiego rynku kapitałowego miałyby nie być polskie instytucje?

Istotną przyczyną tego stanu rzeczy jest pewna opieszałość w ustanawianiu aktów prawnych, kluczowych z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego.

Bardzo długo trwały prace nad przygotowaniem ustaw regulujących działalność funduszy inwestycyjnych i kapitałowych funduszy emerytalnych. Uchwalone zostało także niedawno nowe prawo bankowe oraz ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Po wielu perturbacjach zaczęła w końcu obowiązywać ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Brak odpowiednich uregulowań prawnych był i jest jednym z istotniejszych czynników hamujących rozwój polskiego rynku kapitałowego.

Wysokie standardy funkcjonowania polskiego rynku papierów wartościowych powodują, że otwiera się on tylko dla firm o odpowiedniej wielkości i dobrej kondycji finansowej, których nie było (i wciąż nie ma) w Polsce wiele. Na koniec 1996 r. na GPW notowane były akcje 83 spółek, natomiast kapitalizacja giełdy wynosiła ok. 7% PKB (nadal poniżej granicznego progu 20%). Dopiero pod koniec roku 1996 nastąpiła inauguracja działalności regulowanego rynku pozagiełdowego, na którym mogłyby poszukiwać kapitału przedsiębiorstwa nie spełniające wysokich giełdowych wymagań. Bodźcem do zintensyfikowania prac zmierzających do powstania tego rynku stał się Program Powszechnej Prywatyzacji, jednak jak dotąd na rynku tym nie ma wielu papierów wartościowych spółek z PPP. Uzasadniony wydaje się więc zarzut, iż w trosce o budowanie standardów rynku giełdowego, na długie lata zarzucono budowę innych segmentów rynku kapitałowego. Obecnie można odnieść wrażenie, że regulowany rynek pozagiełdowy nie jest traktowany przez firmy jako komplementarna struktura rozwiniętego rynku kapitałowego, a jako gorsza (niż giełda) alternatywa dla poszukujących wolnych kapitałów.

Konsekwencją koncepcji, zgodnie z którą budowa rynku kapitałowego została w dużej mierze sprzężona z prywatyzacją, jest również obecna struktura tego rynku. Wyraźnie przeważa rynek akcji, nie istnieje zaś praktycznie rynek obligacji (wyluczając obligacje skarbu państwa). Trudno również oprzeć się wrażeniu, że wraz z powstaniem giełdy papierów wartościowych zaistniała wśród firm swoista moda na „upublicznienie się”. Znalazienie się wśród grona spółek giełdowych nobilituje. W efekcie spółki, które spełniają warunki określone przez Komisję Papierów Wartościowych i Radę Giełdy, poszukują nowych środków na inwestycje przede wszystkim w drodze emisji akcji, choć czasami nie ma to racjonalnego uzasadnienia. Obecnie na polskim rynku kapitałowym operuje niewiele podmiotów, nie wystąpił jak dotąd problem niedostatku kapitału. Jednak istnieje całkiem realna możliwość pojawienia się takiego zagrożenia w przyszłości. Wydaje się bowiem, że w niewystarczającym stopniu doceniane jest znaczenie istnienia silnej i stabilnej strony podaży rynku papierów wartościowych. Jak już wielokrotnie w tej pracy podkreślano, stanowiący większość inwestorzy indywidualni i zagraniczni winni zostać zastąpieni, bądź też wsparci, przez polskich inwestorów instytucjonalnych, którzy będą podejmowali decyzje inwestycyjne o charakterze stabilnym i długoterminowym.

Polski rynek kapitałowy nie jest jeszcze rynkiem w pełni rozwiniętym, czego dowodzi również stosunkowo niewielka rola, jaką wciąż odgrywa w gospodarce. Można także odnieść wrażenie, że realizuje on część należnych mu funkcji w sposób niedoskonały. Należą do nich: dokonywanie optymalnej alokacji zasobów w gospodarce oraz zapewnianie wiarygodnej wyceny walorów. Problemy z wykonywaniem pierwszej, jak i drugiej funkcji są prawdopodobnie konsekwencją wspomnianej już, zbyt niskiej kapitalizacji rynku.

Między rozwojem rynku kapitałowego a postępami prywatyzacji polskiej gospodarki zachodzi bez wątpienia sprzężenie zwrotne. Przekształcenia własnościowe stymulują rozwój rynku kapitałowego, ale i rynek kapitałowy ma wpływ na model realizowanej prywatyzacji.

Realizowane w Polsce przekształcenia własnościowe są wypadkową różnych czynników gospodarczych, społecznych i politycznych. Być może właśnie dlatego tak trudno zsynchronizować budowę dwóch stron rynku kapitałowego, popytowej i podażowej, których pomyślny rozwój jest w tak dużym stopniu uzależniony od przemian własnościowych. W roku 1992 Komisja Papierów Wartościowych wydała raport, w którym zawarte były słowa: „[...] do tej pory nie sformułowano jasnej koncepcji alokacji kapitału w gospodarce polskiej. Nie rozstrzygnięto tym samym kwestii, na ile owa alokacja powinna się dokonywać za pośrednictwem systemu bankowego, w jakim zaś zakresie mają być wykorzystane mechanizmy rynku kapitałowego”². Od tego czasu upłynęło już kilka lat, a wszystko wskazuje na to, że cytowane słowa nie straciły na aktualności.

² Komisja Papierów Wartościowych, *Uwarunkowania rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, Warszawa, wrzesień 1992, s. 2.

BIBLIOGRAFIA (wybrane pozycje)

- Balcerowicz L., *Determinanty i kierunki prywatyzacji w Polsce: próba przeglądu zagadnień*, [w:] Bossak J.W. (red.), *Prywatyzacja w Polsce. Szanse i zagrożenia*, SGH, Warszawa 1994.
- Bałtowski M., Świetlicki M., *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych*, Norbertinum, Lublin 1995.
- Bednarczyk M., Targalski J., *Uwagi o zmianach własnościowych w gospodarce polskiej*, [w:] Czekaj J. (red.), *Transformacja systemu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, PWN, Warszawa 1993.
- Begg D., *Ekonomia*, PWE, Warszawa 1994.
- Biała księga rynku kapitałowego, cz. I: *Barierzy rozwoju*, KPW, Warszawa, maj 1992.
- Blake D., *Financial Market Analysis*, McGraw-Hill Book Company, London 1990.
- Błaszczak B., *Pierwsze lata prywatyzacji w Polsce (1989–1991). Dylematy koncepcji realizacji*, PAN, Instytut Nauk Ekonomicznych, Studia Ekonomiczne, nr 30, Poltext, Warszawa 1993.
- Brett M., *Świat finansów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1993.
- Brozi E., *Drogi i bariery prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1993.
- Cooley P.L., Roden P.F., *Business Financial Management*, The Dryden Press, 1988.
- Czekaj J. (red.), *Transformacja systemu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, PWN, Warszawa 1993.
- Czekaj J., Owsiak S., *Finansowy mechanizm alokacji zasobów w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 1992.
- Czerkas K., Oppenheim R., *Banki inwestycyjne*, Olympus, Warszawa 1993.
- Czerniawski R., Wierzbowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych – Komentarz*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1996.
- Diedrigkeit R., *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Wyd. Zarządzanie i bankowość, Warszawa 1993.
- Domański G., Fiszer J., *Komentarz do ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji*, Twigger, Warszawa 1993.
- Dougall H.E., *Capital Markets and Institutions*, Prentice-Hall, Inc., New Jersey 1965.
- Durieux G., Serieyssel M., Stephan P., *French Financial Markets*, Gresham Books, Woodhaed Publishing Ltd., 1995.
- Dusza M., *Banki na rynku kapitałowym*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992.
- Dusza M., *Rynki finansowe: Banki komercyjne a polski rynek kapitałowy*, NBP, Departament Analiz i Badań, Materiały i Studia, z. 43, Warszawa, maj 1994.
- Dynamika przekształceń własnościowych*, nr 31, MSP, Biuro Analiz Ekonomicznych, Warszawa, grudzień 1996.
- Dziawgo D., Dziawgo L., *Fundusze powiernicze*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 1994.
- Fabozzi F.J., *Bond Markets. Analysis and Strategies*, Prentice-Hall International Editions, 1993.
- Fabozzi F.J., Modigliani F., *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice-Hall International Editions, 1992.

- Feaber E., *Wszystko o obligacjach*, Biblioteka Inwestora WIG PRESS, Warszawa 1996.
- Fischer K.P., Papaioannou G.J. (eds), *Business Finance in Less Developed Capital Markets*, Greenwood Press, London 1992.
- Gardener E.P.M., Molyneux P., *Structure and Regulation of UK Financial Markets*, No. 6, Institute of European Finance, University College of North Wales, Bangor 1988.
- Gielda Papierów Wartościowych S.A. *Organizacja i działanie*, „Prywatyzacja” 1994, nr 2.
- Głogowski E., Muench M., *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa 1994.
- Goldstein M., Folkerts-Landau D. (eds), *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, Washington DC, September 1994.
- Gonzales J.J., *An Overview of the Development of Equity Markets in Selected Central and Eastern European Countries and New Independent States*, Paper prepared for the May 29, 1996 Conference on Development and Regulation of Securities Markets in Transition Countries, organised by the OECD, the CEEPN and the Polish Securities Commission.
- Góralczyk W. jr, *Komentarz do ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Poltex, Warszawa 1991.
- Grzegorzczak W., *Rynek papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1993.
- Grzeszczyk T., *Mechanizmy prywatyzacji*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1997.
- Howells P., Bain K., *Financial Markets and Institutions*, Longman, 1990.
- Jakubek M., Mojak J., *Prawo Gieldowe*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1997.
- Janusz T., Przeździecka M., *Szacowanie wartości firmy w warunkach polskich*, Res Polonia, Łódź 1992.
- Januszkiewicz W. (red.), *Gieldy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 1991.
- Kemp L.J., *World Money and Securities Markets*, Euromoney Publications, 1984.
- Kierczyński T. (red.), *Spółka akcyjna jako forma prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Przedsiębiorstwo Doradztwa Ekonomicznego Lege Artis, Warszawa 1990.
- Klich J., *Prywatyzacja w Wielkiej Brytanii. Lata 80-te*, AMP, Katowice 1993.
- Klose L., *Rynek akcji*, Studium cząstkowe 7, [w:] *Możliwości absorpcji nowych emisji akcji na polskim rynku kapitałowym*, Akademia Ekonomiczna, Kraków, listopad 1996.
- Konieczny J., *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce*, Olympus, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Warszawa 1996.
- Kwaśniewski J. (red.), *Vademecum prywatyzacji*, Poltex, Warszawa 1991.
- Landau Z., Roszkowski W., *Polityka gospodarcza II RP i PRL*, PWN, Warszawa 1995.
- Lavine A., *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG-Press, Warszawa 1996.
- Łukaszewicz A. (red.), *Studia nad procesem transformacji systemowej w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1992.
- Meulendyke A.M., *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, Federal Reserve Bank of New York, 1989.
- Mojak J., Jakubek M., *Prawo papierów wartościowych*, Lublin 1995.
- Mujżel J., *Przekształcenia własnościowe w Polsce (1990–1992)*, PAN, Instytut Nauk Ekonomicznych, Studia Ekonomiczne, nr 31, Poltext, Warszawa 1993.
- Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w 1995 r. wraz z elementami prognozy*, Centralny Urząd Planowania, Departament Informacji i Prognoz, Warszawa, 9 lutego 1996 r.
- Olszewski D.W., *Wycena przedsiębiorstwa dla potrzeb prywatyzacji i tworzenia rynku kapitałowego. Doświadczenia pierwszego roku prywatyzacji w Polsce*, [w:] Łukaszewicz A. (red.), *Studia nad procesem transformacji systemowej w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1992.
- Pietrzak E., *Rozwój rynku kapitałowego w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego. Okres 1989–1991*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1992.

- Podgórski S., *Decyzje o inwestycjach kapitałowych gospodarstw domowych w warunkach reformy systemu ubezpieczeń społecznych*, Studium cząstkowe 9, [w:] *Możliwości absorpcji nowych emisji akcji na polskim rynku kapitałowym*, Akademia Ekonomiczna, Kraków, listopad 1996.
- Polański Z., *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–1993*, PWN, Warszawa 1995.
- Prawno-finansowe zagadnienia przekształceń własnościowych w Polsce*, „Acta Universitatis Lodzensis” 1994, Folia Iuridica nr 62.
- Private Sector Development in Low-Income Countries*, The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank, 1995.
- Program Gospodarczy. Główne założenia i kierunki*, Warszawa, październik 1989.
- Prywatyzacja a rozwój polskiego rynku kapitałowego w latach 1990–1995*, MPW, Departament Ekonomiczny, Zespół ds. Analiz Rynku Kapitałowego.
- Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków*, praca zbiorowa przygotowana na zlecenie Ministerstwa Finansów i Fundacji Rozwoju Systemu Finansowego, Warszawa 1993.
- Restrukturyzacja przedsiębiorstw i banków (aspekty prawne i finansowe)*, praca przygotowana na zlecenie Ministerstwa Finansów i Fundacji Rozwoju Systemu Finansowego, Wydawnictwo Fundacji Rozwoju Przedsiębiorczości, 1994.
- Samuels J.M., Wilkes F.M., Brayshaw R.E., *Management of Company Finance*, Chapman & Hall, London 1990.
- Savas E.S., *Prywatyzacja. Klucz do lepszego rządzenia*, PWE, Warszawa 1992.
- Socha J., *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1993.
- Spółki giełdowe na tle pozostałych podmiotów gospodarki narodowej*, MPW, Departament Ekonomiczny, Zespół Analiz Rynku Kapitałowego.
- Surdykowska S.T., *Prywatyzacja*, PWN, Warszawa 1996.
- Trading Stocks on the Over-the-Counter Market*, NYIF Staff, New York Institute of Finance, 1989.
- Uwarunkowania rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, Komisja Papierów Wartościowych, Warszawa, wrzesień 1992.
- Walter N., von Rosen R. (eds), *German Financial Markets*, Gresham Books, Woodhead Publishing Ltd., 1995.
- Węclawski J., *Venture capital*, PWN, Warszawa 1997.
- Zawadzka Z., *Systemy bankowe*, Poltext, Warszawa 1995.

