



WiseEuropa

# Poryw i flauta

## Jak giełda napędza polską gospodarkę?

Warszawska giełda to jedno z najważniejszych osiągnięć polskiej transformacji. Dlaczego jednak hasło „innovacyjnej gospodarki” rozpala wyobraźnię decydentów i mediów, podczas gdy na dźwięk słów „rynek kapitałowy” trudno się spodziewać podobnej reakcji? To pytanie wskazuje, że trzeba wrócić do dyskusji o ekonomicznej roli giełdy, dostrzegając przy okazji rzeczy, których świat nauczył się o niej przez minione 25 lat.

**Maciej Bitner, Maciej Bukowski, Urszula Siedlecka**



POLITYKI PUBLICZNE I GOVERNANCE

## Instytut WiseEuropa to niezależny think-tank, który specjalizuje się w polityce europejskiej i zagranicznej oraz w ekonomii.

Misją WiseEuropa jest poprawa jakości polityki krajowej i europejskiej oraz środowiska gospodarczego przez oparcie ich na rzetelnych analizach ekonomicznych i instytucjonalnych, niezależnych badaniach oraz ocenach oddziaływania polityki na gospodarkę. Instytut angażuje obywateli, przedsiębiorców, ekspertów oraz twórców polityk publicznych z kraju i z zagranicy we wspólną refleksję na temat modernizacji Polski i Europy oraz ich roli w świecie.

WiseEuropa to najwyższe kompetencje w takich obszarach, jak: sprawy europejskie i globalne w wymiarze gospodarczym i politycznym, polityka makroekonomiczna, przemysłowa, energetyczna i instytucjonalna, innowacyjność i cyfrowa gospodarka, rynek pracy i polityka społeczna. WiseEuropa to również solidny warsztat analityczny, obejmujący ilościowe i jakościowe metody badawcze: statystykę i ekonometrię, modelowanie makroekonomiczne i systemowe, badania społeczne i politologiczne, analizy instytucjonalne i socjologiczne. Wszystko wspierane przez wysokiej jakości działania komunikacyjne i relacyjne Instytutu.

Raport powstał dzięki wsparciu Fundacji Przyjazny Kraj

<b>Streszczenie</b>	<b>3</b>
Rynek kapitałowy i silna giełda są nieodzowne dla rozwoju	3
Giełda czyli polska giełda	5
<b>Wprowadzenie</b>	<b>7</b>
<b>Korzyści z giełdy w teorii i w praktyce</b>	<b>11</b>
<b>Co giełda daje firmom?</b>	<b>11</b>
Rozszerzenie bazy kapitałowej	11
Wyższe standardy działania	15
Większe możliwości właścicieli	17
Miara wartości firmy	19
Minusy obecności na parkiecie	23
<b>Co giełda daje społeczeństwu?</b>	<b>24</b>
Poprawa alokacji zasobów	24
Spadek kosztów finansowania	28
Stabilizacja cykliczna gospodarki	29
Wsparcie dla innowacyjności i oszczędności	31
<b>Giełda czyli giełda lokalna</b>	<b>33</b>
<b>Korzyści z rynku lokalnego</b>	<b>33</b>
<b>Jak się ma polski rynek lokalny?</b>	<b>36</b>
Poryw i flauta	36
Kondycja GPW a perspektywy wzrostu gospodarczego	41
<b>Co dalej?</b>	<b>45</b>
<b>Literatura</b>	<b>47</b>
<b>Przypisy</b>	<b>50</b>
<b>Spis wykresów, schematów, tabel i ramek</b>	<b>52</b>

# Streszczenie

## Rynek kapitałowy i silna giełda są nieodzowne dla rozwoju

- **Giełda to ekosystem.** Sprawnie funkcjonujący parkiet pozwala rozwinąć się całemu segmentowi gospodarki o dużym znaczeniu rozwojowym. Do ekosystemu giełdy można zaliczyć managerów spółek publicznych, analityków, członków rad nadzorczych, ale także kulturę transparentności, szacunku dla reguł i profesjonalizmu. Publiczny rynek stanowi również ważne dopełnienie dla szerszego rynku kapitałowego, obejmującego także m.in. fundusze private equity czy venture capital; dostarcza wzorców wyceny, kadr oraz możliwości wyjścia z inwestycji.
- **Giełda to niższy koszt kapitału.** Dzięki podwyższonym standardom ochrony inwestora mniejszościowego, spółki notowane na rynku publicznym, a także szukające kapitału poprzez emisję obligacji, mogą pozyskiwać kapitał na bardzo korzystnych warunkach, sięgając po środki będące w zarządzaniu funduszy inwestycyjnych, emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, a także większych jak i drobniejszych inwestorów indywidualnych. Silny rynek kapitałowy to konkurencja dla banków komercyjnych, co samo w sobie podnosi siłę przetargową przedsiębiorstw wobec dostawców kapitału, obniżając koszt jego pozyskania.
- **Giełda to łatwiejszy wzrost firm.** Mobilizacja kapitału poprzez giełdę – w wyniku emisji akcji i obligacji – powoduje, że nie trzeba akumulować zysków przez pokolenia, by pojawiło się przedsiębiorstwo zdolne konkurować z największymi firmami świata. Dzięki rynkowi kapitałowemu, nawet w słabiej rozwiniętej gospodarce można szybko uzyskać odpowiednie efekty skali bez konieczności zaangażowania kapitału zagranicznego ani państwowego. Dla relatywnie niewielkich, lecz szybko rosnących firm, finansowanie bankowe może być tylko częściowym i niedoskonałym substytutem rozwiniętego rynku kapitałowego.
- **Giełda to innowacje.** Giełda stanowi unikalny wehikuł finansowania innowacji o dużym znaczeniu gospodarczym. W sytuacji, gdy dany projekt inwestycyjny opiera się o jeszcze nierozpoznaną technologię czy model biznesowy, ale jego potencjał wzrostu jest bardzo wysoki, choć ex-ante wysoce niepewny, dla rynku kapitałowego, w tym zwłaszcza dla giełdy nie ma dobrej alternatywy. Dla banków, profil ryzyka takich projektów jest nie do zaakceptowania, m.in. z uwagi na brak dobrego zabezpieczenia. Mała grupa prywatnych inwestorów musi z kolei polegać na swojej ograniczonej wiedzy, przez co częściej popełnia błędy i będzie skłonna angażować się, o ile będzie mogła liczyć na dywersyfikację zaangażowanych przez siebie środków, a jednocześnie łatwe wyjście ze swoich inwestycji.
- **Giełda to szybsza realokacja.** Publiczny rynek umożliwia uzyskanie wyceny będącej wypadkową osądu tysięcy osób znających problem z wielu różnych stron. Dokładniejsza wycena przekłada się na lepsze możliwości oszacowania przyszłych zysków, dzięki czemu do najlepszych



spółek trafia więcej kapitału niż do spółek gorszych, a koszt pozyskania kapitału nawet dla przedsięwzięć bardzo innowacyjnych, a przez to ryzykowny jest akceptowalny zarówno dla obecnych, jak i dla nowych akcjonariuszy. Dzięki giełdzie może więc dojść do skutku dużo więcej bardziej produktywnych inwestycji i większy ich odsetek zakończyć się sukcesem, zaś kapitał i praca szybciej trafią do firm o wyższym potencjale wzrostu porzucając te, których czas się kończy.

- **Giełda to odpowiedź na problem sukcesji.** Wielu przedsiębiorców, którzy zainicjowali i rozwinięli z sukcesem działalność w danej branży napotyka z czasem na problem sukcesji, zmuszający ich do zastanawiania się, co mają dalej uczynić z firmą w sytuacji, gdy ich spadkobiercy nie chcą, nie mogą lub nie powinni (dla dobra firmy) zajmować się jej prowadzeniem w przyszłości. W takiej sytuacji największą szansę na przetrwanie przedsiębiorstwa daje skorzystanie z pomocy narzędzi dostarczanych przez rynek kapitałowy.
- **Giełda to akumulacja kapitału krajowego.** Ramy spółki publicznej wymuszają na zarządach kierowanie się interesem przedsiębiorstwa i akcjonariuszy, umożliwiając mu dalszy rozwój, w tym ekspansję globalną, przy pozostawieniu centrali firmy w kraju powstania. Z kolei sprzedaż firmy inwestorowi branżowemu w mniejszych gospodarkach (w tym w Polsce), może oznaczać zamianę dobrze rokującego przedsiębiorstwa w mniej znaczący oddział transnarodowej korporacji. Bez dobrze funkcjonującego krajowego rynku kapitałowego spadkobiercy mają też większą trudność z przeznaczeniem środków pozyskanych ze sprzedaży firmy na inwestycje w branżach odmiennych od tej, w której działał przedsiębiorca-założyciel, a które mogą lepiej odpowiadać preferencjom inwestycyjnym, zainteresowaniom i umiejętnościom działania jego spadkobierców. Rynek kapitałowy podnosi więc efektywność reinwestowania środków pochodzących z sukcesji i wzmacnia gospodarkę lokalną.
- **Giełda to mądre oszczędzanie.** W czasach zerowych stóp procentowych, depozyty bankowe i obligacje skarbowe nie pozwalają na pomnażanie kapitału, a nawet grożą utratą jego realnej wartości. Choć giełda jest tylko dla tych, którzy chcą i mogą zaryzykować swoje środki na wiele lat, średnio w długim okresie inwestycja w akcje przynosi stopę zwrotu wyższą o ok. 3 pkt. proc. niż długoterminowe obligacje skarbowe. Różnica ta przekłada się na szybsze osiągnięcie celów oszczędnościowych takich jak mieszkanie czy edukacja dzieci, jak i też korzystniejszą formę zabezpieczenia emerytalnego. Lepszy stosunek wpłat do wypłat emerytalnych powoduje, że połowa aktywów funduszy emerytalnych na świecie trafia właśnie na giełdy.



## Giełda czyli polska giełda

- **Giełda to giełda lokalna.** Polacy mogą lokować kapitał w funduszach amerykańskich czy brytyjskich, realizując w ten sposób swoje indywidualne cele. Zupełnie inne jednak będą rezultaty takiego działania z punktu widzenia interesów polskiej gospodarki. Mimo postępującej globalizacji, to rozwój lokalnego rynku jest kluczowy dla absorpcji korzyści, które płyną z rozwoju giełdy. Polska spółka, która chciałaby zadebiutować na parkietach Nowego Jorku, Londynu czy Sztokholmu musiałaby zmierzyć się z szeregiem przeszkód łącznie możliwych do pokonania jedynie dla największych graczy. Nawet jednak gdyby do debiutu doszło, badania pokazują, że sytuacja, w której właściciele są fizycznie odlegli od spółki, nie jest dla niej korzystna.
- **Polskiej giełdzie, a przez to i gospodarce grozi stagnacja.** Od 1991 roku wiele zrobiono, by warszawski rynek mógł się rozwijać. Dzięki temu, mimo kryzysu ostatniego pięciolecia, nadal możemy chlubić się najaktywniejszym parkietem w regionie. Niestety, czarne chmury nad GPW stają się z każdym miesiącem coraz gęstsze. Wyraźnie widać spadek obrotów i kapitalizacji, a ostatnio nawet liczby spółek i jakości debiutów. Inwestorzy indywidualni opuszczają warszawski parkiet coraz szerszym strumieniem. Potrzebna jest głębsza diagnoza tego stanu rzeczy, identyfikacja popełnionych błędów regulacyjnych i instytucjonalnych oraz wypracowanie realistycznych rozwiązań, które pomogłyby odwrócić ten niepokojący trend. Jeżeli tego nie zrobimy, GPW z dużym prawdopodobieństwem podzieli los giełdy w Budapeszcie, która jeszcze kilkanaście lat temu imponująco się rozwijała, aż dopadła ją, utrzymująca się po dziś dzień flauta. Także stagnacja gospodarki, towarzysząca upadkowi węgierskiej giełdy, może stać się naszym udziałem.



# Wprowadzenie

Dwadzieścia pięć lat od powołania do życia warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych to właściwy moment, by zastanowić się nad korzyściami płynącymi z istnienia lokalnego rynku kapitałowego. Korzyści te są o wiele większe niż te, na jakie można było liczyć na początku lat 1990. Światowy kryzys doprowadził do przewartościowania roli banków w systemie finansowym, wskazując na znaczenie giełdy dla stabilizacji koniunktury i szybszego powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu. Z drugiej strony, warszawska giełda jako jedna z niewielu spośród parkietów krajów OECD znalazła się w poważnym kryzysie.

Przewycięzenie marazmu, jaki od pięciu lat panuje na GPW, wymaga od wszystkich interesariuszy podjęcia zdecydowanych działań, od których jakości zależeć będzie to, czy polscy przedsiębiorcy będą w przyszłości mogli liczyć na konkurencyjny rynek finansowy. O rolę pośrednika między gospodarstwami domowymi a firmami ubiega się wiele instytucji finansowych, z których każda pełni odmienną funkcję w systemie finansowym, odróżniając się od pozostałych nieco innym zestawem wad i zalet. Choć zadaniem niniejszego opracowania nie jest wyczerpująca analiza współczesnego rynku finansowego w jego pełnej złożoności, przyświeca mu jednak ambicja przedstawienia czytelnikowi dobrze uzasadnionych argumentów za tym, że silny rynek kapitałowy jest warunkiem *sine qua non* długookresowego sukcesu gospodarczego każdego kraju średniej i dużej wielkości.

Choć korzyści z istnienia rynku kapitałowego są liczne i wciąż niestety nie dość rozumiane i doceniane przez decydentów (ich szeroki wachlarz prezentuje Schemat 1), to dla gospodarki najważniejsze są przede wszystkim te trzy z nich, z którymi banki radzą sobie w najmniejszym zakresie:

- Po pierwsze, rynek kapitałowy jest unikalnym źródłem **kapitału wysokiego ryzyka**, niezbędnego dla wzrastania pozycji rynkowej przedsiębiorstw. Dotyczy to zwłaszcza najbardziej innowacyjnych projektów, które zyskują szczególnie wiele na pozabankowym finansowaniu.



- Po drugie, umożliwia on **wyjątkowo szybki wzrost skali działalności najbardziej produkcyjnych firm**. Dzięki pieniądзом z giełdy mogą one pozwolić sobie na ekspansję rynkową w skali znacznie większej niż ta, jaka byłaby osiągalna wyłącznie dzięki akumulacji zysków i zaciągnięciu kredytów bankowych, zabezpieczonych na istniejącym majątku. Pociąga to za sobą cały wachlarz korzyści makroekonomicznych: spadek cen produkcji przemysłowej i usług dzięki efektom skali, łatwiejsze finansowanie prac badawczo-rozwojowych, wzrost siły rodzimych marek i ułatwienie rozwoju firm krajowych na rynkach globalnych.
- Po trzecie, charakterystyczna dla giełdy dyscyplina wiążąca się z transparentnością, respektowaniem standardów ładu korporacyjnego, zorientowaniem na wartość oraz procesem fuzji i przejęć znacząco **poprawia alokację zasobów w gospodarce**. Firmy „zombie” to zjawisko charakterystyczne wyłącznie dla gospodarek, w których dominuje kredyt bankowy – rynek kapitałowy łączy pozytywny stosunek do ryzyka z szybkim i bezkompromisowym działaniem w odniesieniu do nieperspektywicznych przedsięwzięć.

Korzyściom gospodarczym odpowiada jedna kluczowa korzyść społeczna. Jest nią radykalna poprawa warunków oszczędzania, poprzez dostarczenie gospodarstwom domowym instrumentów o znacznie wyższej stopie zwrotu niż depozyty bankowe. Historycznie inwestycja w akcje przyniosła na świecie stopę zwrotu wyższą o 3,2 pkt. proc. niż długoterminowe obligacje skarbowe. Różnica ta przekłada się na szybsze osiągnięcie celów oszczędnościowych takich jak mieszkanie, edukacja dzieci czy odpowiednie zabezpieczenie emerytalne. Oszczędzanie z wykorzystaniem giełdy jest znacznie prostsze, gdy jest to giełda lokalna, z którą powiązany jest cały system pośrednictwa finansowego, składający się z doradców finansowych, zarządzających funduszami i analityków. Polacy mogą jednak lokować kapitał w funduszach amerykańskich czy brytyjskich, realizując w ten sposób w znacznym stopniu swoje indywidualne cele. Zupełnie inne jednak będą rezultaty takiego działania z punktu widzenia interesów polskiej gospodarki.

Choć w teorii korzyści płynące z istnienia dobrze funkcjonującego rynku kapitałowego dotyczą wszystkich państw, jednak w praktyce nie każdemu przypada identyczny ich udział. Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Korea Południowa i Szwecja czerpią je w większym stopniu niż gospodarki Europy Środkowej i Południowej, czy większość rynków wschodzących. Mimo postępującej globalizacji, to rozwój lokalnego rynku kapitałowego jest kluczowy dla absorpcji korzyści gospodarczych, które płyną z giełdy. Polska spółka, która chciałaby zadebiutować na parkietach Nowego Jorku, Londynu czy Sztokholmu, musiałaby zmierzyć się z szeregiem przeszkód, możliwych do pokonania jedynie przez największych graczy. Nawet jednak gdyby do debiutu doszło, to wiele badań wskazuje, że sytuacja, w której właściciele są fizycznie odlegli od spółki, nie jest korzystna.

Od roku 1991 wiele zrobiono, by warszawski rynek mógł się rozwinąć. Dzięki temu, mimo kryzysu ostatniego pięciolecia, nadal możemy chlubić się najaktywniejszym parkietem w regionie. Czarne chmury nad GPW są jednak z każdym miesiącem gęstsze. Widać spadek obrotów i kapitalizacji, a ostatnio nawet liczby spółek. Potrzebna jest głębsza diagnoza tego stanu rzeczy i wypracowanie realistycznych rozwiązań, które mogłyby zmienić ten niepokojący trend. Jeżeli tego nie zrobimy, może się okazać, że GPW podzieli los giełd w Atenach i Budapeszcie, które jeszcze kilkanaście lat temu imponująco się rozwijały, aż dopadła je utrzymująca się po dziś dzień flauta. Można obawiać się, że wraz z giełdą zatonię cały rynek kapitałowy z nią powiązany. Badanie ekonometryczne, przeprowadzone na 32 krajach rozwiniętych pozwoliło nam oszacować

koszty takiego scenariusza. Flauta na polskim rynku kapitałowym pociągnęłaby za sobą nie tylko wolniejszy wzrost gospodarczy, ale także zatrzymanie się procesu konwergencji na poziomie ok. 65% USA (80% Niemiec) wraz z ryzykiem popadnięcia w podobny dryf rozwojowy, w którym tkwią dziś państwa europejskiego Południa.

Silny rynek kapitałowy jest bowiem szczególnie ważny dla krajów, które osiągnęły już na tyle wysoki stopień złożoności i zróżnicowania gospodarczego, by liczyć na dołączenie do grona państw wysokorozwiniętych w horyzoncie 20-25 lat. W 1992 roku jeden z czołowych badaczy rynków kapitałowych Franklin Allen napisał, że *„Dla krajów Europy Zachodniej, które chciałyby rozwijać branże charakteryzujące się brakiem konsensusu odnośnie stosowanych technologii, szczególnie ważne są rozwinięte rynki akcji. (...) Kraje Europy Wschodniej mierzą się z innym problemem. Będą budować podstawowe branże, w których technologia jeszcze przez pewien czas jest dobrze znana. To wskazuje, że powinny skoncentrować się na rozwoju systemu finansowego opartego o banki. Nacisk na rozwój rynków kapitałowych przez pewną liczbę lat może być mniejszy”*<sup>1</sup>. Polska na szczęście nie postuchała dosłownie tej rady, rozwijając zarówno system bankowy, jak i giełdę.

Paradoksalnie, do tych zaleceń nie zastosowała się także Europa Zachodnia – w latach 1990-2010 w wielu europejskich państwach doszło do znaczącej ekspansji bankowości komercyjnej, która okazała się dla Europy znaczącym obciążeniem w okresie Wielkiej Recesji lat 2008-2012. Tezę Allena powtarza więc dziś Komisja Europejska, mobilizując państwa członkowskie do wzmocnienia własnych rynków kapitałowych, których słabość uważana jest dziś za jeden z kluczowych powodów, dla których luka produktywności między UE a USA stopniowo narasta. Dziś Polska, która tak jak inne kraje Europy Środkowej zdołała rozwinąć produkcję przemysłową w branżach średniozaawansowanych technologicznie, stoi przed podobnym wyzwaniem, przed jakim na początku lat 1990 stanęła Europa Zachodnia – jak przeobrazić własną strukturę gospodarczą w kierunku proinnowacyjnym. Rada Allena pozostaje więc nadal aktualna, a nasze pierwotne „nieposłuszeństwo” może być ważnym atutem, który pozwoli na tym polu osiągnąć sukces.

W niniejszym opracowaniu przekonujemy, że warunkiem spełnienia ambicji wyrażanych m.in. w szeroko dyskutowanej w obiegu publicznym Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju (tzw. „Planie Morawieckiego”) jest znalezienie recepty na narastające niedomagania polskiego rynku kapitałowego. O ile bowiem w latach 1993-2010 rola giełdy w finansowaniu rozwoju polskich przedsiębiorstw systematycznie rosła, to nieprzemysłane zmiany w systemie emerytalnym lat 2010-2013 oraz szereg pomniejszych decyzji regulacyjnych ostatniej dekady sprawiły, że proces ten uległ przerwaniu. Polska polityka publiczna stoi przed wyzwaniem wyjścia poza werbalne wsparcie dla rynku kapitałowego, za którym nie idą realne zmiany regulacyjne i instytucjonalne. By tak się stało, konieczne jest zrozumienie przez polskich decydentów nieodzownej roli, jaką silny krajowy rynek kapitałowy pełni w konkurencyjnej i innowacyjnej gospodarce, a także podjęcie przez nich wysiłku reformatorskiego, bez którego niebezpieczeństwo zaprzepaszczenia dorobku lat 1991-2010 stanie się bardzo realne.

Publikacja „Poryw i flauta” inauguruje znacznie szerzej zakrojony projekt – Rynek Kapitałowy 25+. Odpowiadamy w niej na pytanie, po co Polsce jest potrzebna giełda, ilustrując argumenty teoretyczne i empiryczne praktycznymi przykładami pokazującymi korzystny wpływ rynku kapitałowego na rozwój i konkurencyjność polskiej gospodarki. Na jesieni 2016 roku planujemy opublikowanie szerszego raportu przedstawiającego najważniejsze wyzwania stojące

przed polskim rynkiem kapitałowym. Przedstawimy w nim swoisty bilans 25-lecia rozwoju warszawskiej giełdy na tle innych giełd światowych. Posłuży on do pogłębionej analizy nowych i starych bolączek GPW oraz ich przyczyn. Wreszcie, w oparciu o opinie ekspertów i instytucji zaangażowanych w codzienne funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce, zaproponujemy w nim szereg rekomendacji, zawierających konkretne, realistyczne rozwiązania, jakie należy wdrożyć, by umożliwić mu wyrwanie się z impasu.

**Schemat 1.** Mapa korzyści z giełdy dla spółek i gospodarki



Źródło: Opracowanie własne

# Korzyści z giełdy w teorii i w praktyce

## Co giełda daje firmom?

Choć korzyści z istnienia rynku kapitałowego są liczne i wciąż niestety nie dość rozumiane i doceniane przez decydentów, to dla gospodarki najważniejsze są przede wszystkim te z nich, z którymi banki radzą sobie w najmniejszym zakresie.

### Rozszerzenie bazy kapitałowej

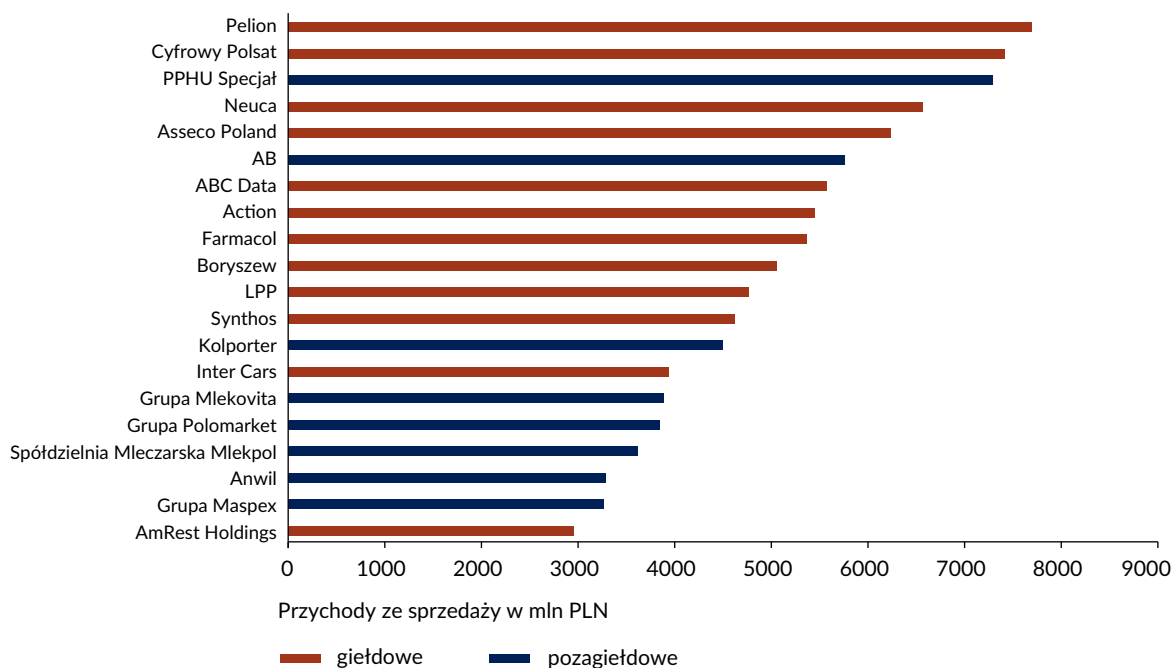
Jedną z głównych korzyści, jakie osiągają spółki notowane w rynku publicznym, jest zastąpienie jednego lub kilku właścicieli akcjonariatem rozproszonym. Dzięki temu istotnie rozszerza się ich rzeczywista i potencjalna baza kapitałowa – a podejmowanie kapitałochłonnych projektów inwestycyjnych staje się istotnie łatwiejsze. Nieprzypadkowo znacząca większość przedsiębiorstw z czołówki list Forbes 2000 czy Fortune Global 500 to spółki publiczne. Podobnie jest w Polsce (Wykres 1.) – dwanaście z dwudziestu największych krajowych przedsiębiorstw prywatnych to firmy giełdowe\*. Rozproszony akcjonariat sprzyja osiąganiu dużych rozmiarów – kilkuset tysiącom osób łatwiej jest zebrać kapitały potrzebne do sfinansowania szybkiej ekspansji, co jest szczególnie ważne w przypadku firm mających ambicje globalne (Ramka 1.). Do istoty spółek publicznych należy także łatwość zawierania transakcji na płynnym rynku wtórnym. Dzięki możliwości szybkiego sprzedania ich akcji, stają się one atrakcyjnym aktywem dla inwestycji różnego rodzaju funduszy, firm ubezpieczeniowych oraz inwestorów indywidualnych. Zwiększa to bazę inwestorską, a przedsiębiorstwa uzyskują dostęp do wyraźnie tańszego finansowania.

Dzięki spółkom publicznym drobni inwestorzy indywidualni zyskują lepszą możliwość rozłożenia swojej konsumpcji w czasie, a jednocześnie obecność dużych inwestorów instytucjonalnych wśród akcjonariatu działa stymulująco na zarząd, poskramiając naturalną chęć budowy imponującego, lecz mało dochodowego branżowego „imperium”. Apetyt inwestorów na dywidendy w dojrzałych spółkach pozwala na realokację kapitału do młodych, dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw w nowych branżach.<sup>2</sup> Tu także duże znaczenie ma rozwinięty rynek publiczny, dzięki któremu nie trzeba akumulować kapitału przez pokolenia, by pojawiło się przedsiębiorstwo

\* W zestawieniu pominięto firmę Cinkciarz.pl ze względu na błędną klasyfikację jej przychodów oraz PSH Lewiatan, której nie można uznać za jeden podmiot działający na podobnej zasadzie, jak pozostałe w zestawieniu. Warto dodać, że właścicielem marki Lewiatana jest giełdowa spółka Eurocash.

zdolne konkurować z największymi firmami świata. W toku emisji akcji relatywnie młoda spółka może pozyskać sumy idące w setki milionów, a nawet w miliardy dolarów, dzięki czemu duża lub bardzo duża firma może pojawić się na rynku w ciągu zaledwie kilku lat. Kredyt bankowy może być jedynie bardzo niedoskonałym substytutem. Wymaga on na ogół zabezpieczenia w już istniejącym majątku spółki, a na jego pozyskanie mogą liczyć przede wszystkim firmy szukające finansowania projektów relatywnie mało ryzykownych. W przypadku emisji akcji jest inaczej – rozproszony akcjonariat oznacza przyciągnięcie zainteresowania bardzo zróżnicowanej pod względem doświadczenia i profilu ryzyka grupy inwestorów. Cech tych nie posiada zarówno bank, jak również bardzo doświadczona, acz niewielka grupa inwestorów. Czynnikiem, który umożliwia mobilizowanie funduszy pod projekty jednocześnie innowacyjne (a więc ryzykowne), kapitałochłonne i skalowalne, a więc posiadające kombinację cech bardzo trudno akceptowalną przez banki i agencje publiczne, jest wiarygodna wycena umożliwiająca inwestorom oszacowanie przyszłych zysków<sup>3</sup>.

**Wykres 1.** Forma własności i przychody największych polskich przedsiębiorstw prywatnych



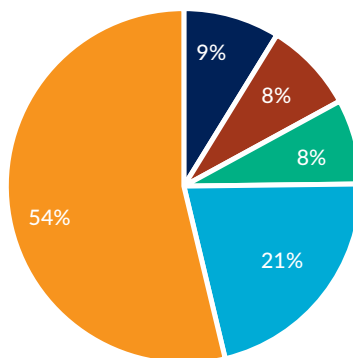
Źródło: Rzeczpospolita

Z tego względu dla przedsięwzięć, które charakteryzują się nierozpoznaną technologią, a jednocześnie dużą skalą działalności niezostawiającą miejsca na obecność na rynku wielu podmiotów (co uniemożliwia rozłożenia ryzyka przez inwestowanie w liczne podobne spółki), giełda jest jedynym skutecznym narzędziem alokacji środków. Tylko ona pozwala odzwierciedlić w cenie waloru wszystkie dostępne informacje przesądzające o szansach sukcesu bądź porażki projektu (Ramka 2.). Firmom publicznym łatwiej jest więc uzyskać efekty skali umożliwiające, z jednej strony, obniżenie jednostkowego kosztu produkcji, a z drugiej - sfinansowanie przedsięwzięć, których zrealizowanie nie byłoby możliwe lub byłoby dużo droższe w oparciu o kredyt bankowy czy wąską grupę akcjonariuszy.

### Ramka 1. Znaczący zastrzyk kapitału.

Firma Oponeo.pl rozpoczęła działalność w 2003 roku i zajmuje się internetową sprzedażą produktów motoryzacyjnych, głównie opon i felg, będąc w dniu dzisiejszym liderem w tej branży. W I kwartale 2007 roku kapitał własny Oponeo.pl wynosił jedynie 10,4 mln zł. Spółka zadebiutowała na GPW we wrześniu 2007 roku pozyskując z emisji akcji 38,8 mln złotych, czyli kwotę prawie czterokrotnie większą od księgowej wartości dotychczasowego kapitału. W prospekcie spółka określiła cele emisyjne związane z rozwojem firmy: zwiększenie zasobów kapitału obrotowego, inwestycje w centrum logistyczne w trzech krajach, nową siedzibę, nowoczesne call-center, budowę portalu o felgach oraz systemu CMS do zarządzania stroną (Wykres 2.). Oponeo.pl konsekwentnie zrealizowało wszystkie zamierzone przedsięwzięcia, doprowadzając do dynamicznego rozwoju spółki (Wykres 3.). Odzwierciedleniem tego był szybki wzrost przychodów, zwłaszcza tych zagranicznych, które w 2007 roku stanowiły 0,1% przychodów ogólnych, natomiast ich udział w 2015 roku wyniósł 34%.

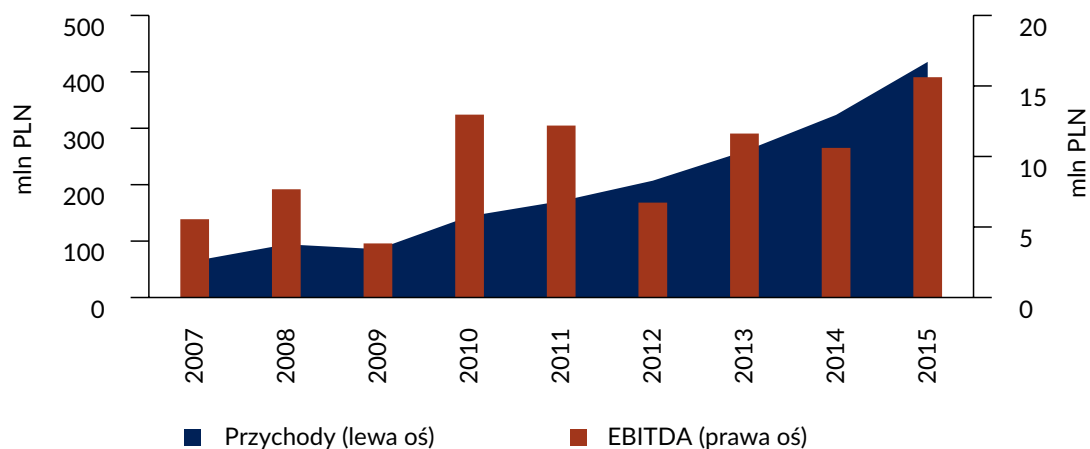
### Wykres 2. Zrealizowane cele emisji



- System CMS do zarządzania stroną
- Budowa portalu o felgach
- Nowoczesne wielojęzyczne call-center
- Centrum logistyczne w trzech krajach i nowa siedziba
- Zwiększenie zasobów kapitału obrotowego

Źródło: Prospekt emisyjny spółki

### Wykres 3. Wyniki finansowe Oponeo.pl



Źródło: Dane finansowe udostępniane przez spółkę.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę.

**Ramka 2. Ułatwienie finansowania innowacji.**

Firma PiLAB powstała w 2011 roku we Wrocławiu i początkowo funkcjonowała jako startup, którego siłą napędową stanowił zdolny informatyk i dwóch inwestorów. Następnie przekształciła się w spółkę akcyjną, zajmującą się sprzedażą i wdrażaniem systemów do digitalizacji, przetwarzania i archiwizacji danych. Obecnie PiLAB jest dynamicznie rozwijającą się spółką z branży technologicznej, pracującą nad rozwojem zaawansowanych narzędzi do analizy danych, ze szczególnym uwzględnieniem połączeń i relacji między poszczególnymi danymi. Na unikalną technologię złożone zostały 4 patenty w USA i w Europie, a zespół PiLAB współpracuje ze specjalistami z Doliny Krzemowej, co świadczy o dużej innowacyjności rozwiązań.

20 lipca 2012 roku odbył się debiut PiLAB S.A. na rynku NewConnect, poprzedzony ofertami prywatnymi. Debiut uznano za udany, gdyż akcje cieszyły się dużym zainteresowaniem, w tym również podmiotów zagranicznych. Od tego czasu zrealizowanych zostało 7 rund finansowania, których łączny kapitał przekroczył 30 mln zł. Oprócz podmiotów zagranicznych, w PiLAB zainwestowały też polskie TFI wypełniając lukę na krajowym rynku *venture capital*. Wśród akcjonariuszy spółki jest weteran Krzemowej Doliny Kirk Bradley – jeden z twórców Oracle Corp. Uzyskany kapitał spółka przeznaczyła na ekspansję na rynek amerykański, poszerzenie kompetencji i ochronę prawną swoich technologii. Inwestycje w młode, innowacyjne firmy zwykle obarczone są ryzykiem powodzenia biznesu, giełda natomiast pozwala zmniejszyć to ryzyko poprzez pluralistyczną ocenę danej firmy i wycenę owego ryzyka, tak jak stało się to w przypadku firmy PiLAB.

*„Kapitał od inwestorów instytucjonalnych zapewni spółce środki na finansowanie dynamicznego rozwoju przez kolejne 2 lata. Na przestrzeni krótkiej historii PiLAB zdobył na rynkowych zasadach łącznie ponad 30 mln zł finansowania w kilku transzach, niewiele spółek technologicznych w Polsce może odnotować taki wynik”*  
– Paweł Wiczyński, Prezes Zarządu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

**Ramka 3. Ułatwienie finansowania dłużnego.**

Robyg S.A. jest firmą deweloperską istniejącą na polskim rynku od 2000 roku. W listopadzie 2010 roku odbył się debiut spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych, podczas którego wyemitowano 39 mln nowych akcji, dzięki czemu spółka pozyskała 78 mln zł, które w znaczącej części przeznaczyła na poszerzenie banku ziemi. Niedługo po IPO, 17 marca 2011 roku, spółka zadebiutowała także na rynku Catalyst, emitując obligacje o łącznej wartości nominalnej przekraczającej 102 mln zł o dacie wykupu przypadającej na koniec 2013 roku. Celem emisji była spłata zadłużenia wobec banku oraz finansowanie dalszych projektów deweloperskich. Dzięki temu, że spółka była notowana na rynku regulowanym, przy emisji obligacji skorzystano z tzw. „szybkiej ścieżki” ułatwiającej procedury informacyjne. Od tego momentu spółka wielokrotnie emitowała obligacje na rynku Catalyst, z czego ostatecznie to obligacje serii R dopuszczone do obiegu w maju 2016 roku o łącznej wartości emisyjnej 20 mln zł. Dzięki emisjom obligacji spółka pozyskała znaczący kapitał na finansowanie rozwoju swojej działalności.

*„Status spółki publicznej, oprócz poszerzenia możliwości pozyskiwania finansowania, wzmacnia naszą wiarygodność i pozycję szanowanego partnera”* – Zbigniew Ochoński, prezes Robyg S.A.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

## Wyższe standardy działania

Z poszerzeniem bazy kapitałowej i rozproszeniem akcjonariatu nieodłącznie wiąże się konieczność podniesienia standardów działania, których muszą przestrzegać spółki publiczne. Gdyby ich zabrakło, relacje mniejszościowych akcjonariuszy z większościami oraz z zarządami musiałyby opierać się wyłącznie na zaufaniu, o które znacznie łatwiej w grupie kilku wspólników niż pomiędzy tysiącem niezających się osób. Zachowywanie wymogów w zakresie transparentności, poszanowania praw mniejszościowych akcjonariuszy, profesjonalizacja zarządzania i nadzoru nad spółką, daje zarówno firmom giełdowym, jak i całej gospodarce znacznie więcej niż samo tylko umożliwienie rozdrobnienia akcjonariatu i poszerzenia bazy kapitałowej.

Po pierwsze, uzyskana dzięki giełdzie transparentność ułatwia spółkom pozyskanie kapitału dłużnego, w tym kredytu bankowego, a także obniżenie jego kosztu (Ramka 3.). Banki i obligatariusze czują się znacznie pewniej, pożyczając spółkom, które na bieżąco informują o kluczowych aspektach swojej działalności, a których sprawozdania finansowe okresowo sprawdzają wyspecjalizowani audytorzy. Po drugie, konieczność częstego komunikowania się z akcjonariuszami zmusza firmy do przemyślenia swojej strategii również na własne potrzeby, co sprzyja m.in. profesjonalizacji zarządzania. Po trzecie, praktyki organizacyjne narzucane przez giełdę pomagają unikać konfliktu interesów, kierowania się własną ambicją czy prestiżem, zamiast interesem akcjonariuszy. Kultura ładu korporacyjnego raz wniesiona do organizacji przekłada się na większy szacunek dla prawa, lepszy stosunek do pracowników i bardziej długofalowe spojrzenie na prowadzoną działalność, uwzględniające na przykład jej kontekst społeczny. Dzięki temu firmy giełdowe są nie tylko wewnętrznie sprawniejsze, ale również bardziej przyjazne dla otoczenia. Po czwarte, dodatkowe korzyści z utrzymywania wysokich standardów korporacyjnych dają się odczuć wtedy, gdy spółka znajdzie się w poważnych tarapatach. Upadłość układowa spółki publicznej, pozwalająca zachować ciągłość przedsiębiorstwa, jest o wiele łatwiejsza, ponieważ wszyscy interesariusze znają sytuację firmy, dzięki czemu łatwiej im ze sobą rozmawiać i wypracować atrakcyjne dla wszystkich stron rozwiązanie takie jak konwersja zadłużenia na akcje (Ramka 4.).

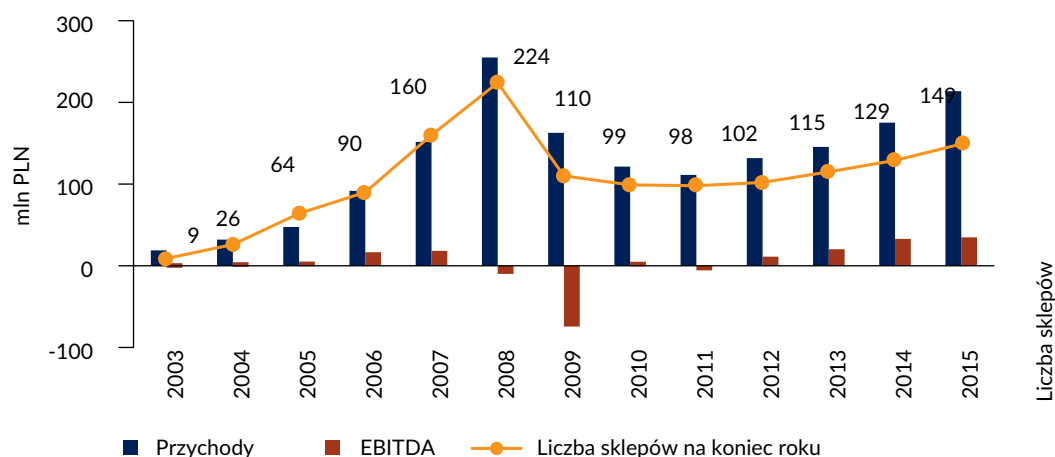


#### Ramka 4. Prostsza droga do upadłości układowej.

Monnari Trade, firma istniejąca na polskim rynku od 1998 roku, działa w segmencie projektowania i sprzedaży odzieży damskiej, posiada sieć własnych sklepów firmowych.

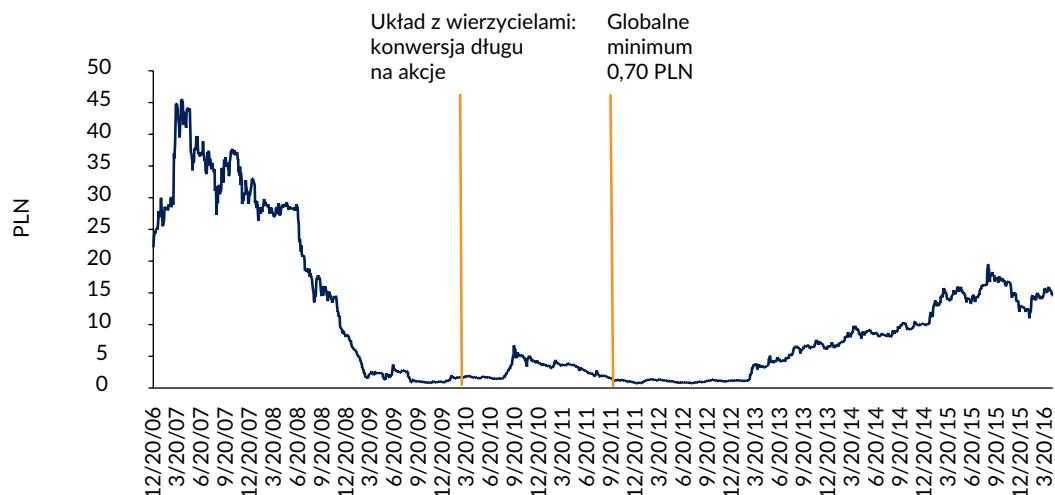
Spółka weszła na Giełdę Papierów Wartościowych w grudniu 2006 roku, pozyskując z emisji akcji 48,7 mln złotych. Nowy kapitał stanowił prawie dwukrotność kapitału dotychczasowego wynoszącego w IV kwartale 2006 roku 27,4 mln zł. Cele emisyjne zawarte w prospekcie dotyczyły rozwoju firmy, głównie inwestycji w nowe salony oraz budowy centrum logistycznego. Ambitny plan inwestycyjny został zrealizowany w całości, jednak w 2009 roku firma popadła w poważne kłopoty, a ceny jej akcji drastycznie spadły. Zmiana kursu od szczytu z kwietnia 2007 do grudnia 2011 wyniosła -98,6% (Wykres 5.). Monnari zmuszone było ogłosić upadłość likwidacyjną, która we wrześniu 2010 zamieniona została na układ z wierzycielami polegający na konwersji długu na akcje. Uchroniło to spółkę przed bankructwem i pozwoliło jej przetrwać na rynku. Wdrożony został program restrukturyzacyjny, który umożliwił stopniowe odbudowanie kondycji firmy. Obecnie kurs akcji Monnari jest zaledwie około 30% niższy niż w dniu debiutu.

#### Wykres 4. Wyniki finansowe Monnari Trade S.A.



Źródło: Dane finansowe spółki

#### Wykres 5. Notowania akcji spółki Monnari Trade S.A.



Źródło: bossa.pl

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

## Większe możliwości właścicieli

Wysoka płynność akcji spółek publicznych ma duże znaczenie dla tych jej akcjonariuszy, którzy uzyskali akcje wcześniej niż doszło do debiutu. Do tej grupy należą jej założyciele (Ramka 5.), ale także fundusze *private equity*, które pomagają przedsiębiorcom-kreatorom w przygotowaniu przedsiębiorstw do sprzedaży lub pozyskania kapitału na rozwój (Ramka 6.) oraz fundusze *venture capital*, współfinansujące rozwój nowych firm w nadziei na wyjście ze swojej inwestycji poprzez rynek regulowany. Można więc powiedzieć, że płynna giełda stanowi bodziec dla rozwoju rynku kapitałowego sensu largo – obejmującego także segmenty poza giełdowe: fundusze *private equity* oraz *venture capital*. W ten sposób giełda nie tylko sama umożliwia bezpośrednie finansowanie innowacji, ale wspiera też cały ich ekosystem.

Z perspektywy spółki, płynność walorów stanowi niewątpliwą zaletę dla właścicieli – mogą je, jeśli zechcą, szybko (w części lub całości) sprzedać, jeśli zechcą lub wziąć pożyczkę pod ich zastaw. Sprzedaż jest o tyle atrakcyjna, że pozwala zdywersyfikować portfel posiadanych aktywów, co jest szczególnie ważne w przypadku założycieli firm, którzy mają niemal cały swój majątek ulokowany w prowadzonym przez siebie przedsiębiorstwie. Wiąże się to z ogromnym ryzykiem tak w toku codziennej działalności rynkowej, jak w wypadku sukcesji rodzinnej – w razie niepowodzenia właściciele mogą stracić cały swój majątek. By zminimalizować to ryzyko, w szczególności ułatwić własnym spadkobiercom alokowanie kapitału w działalności lepiej odpowiadającej ich indywidualnemu temperamentowi, przedsiębiorcy-założyciele często decydują się na sprzedaż części lub całości posiadanych aktywów inwestorom zewnętrznym. Są nimi na ogół albo inwestorzy branżowi, sami posiadający status korporacji notowanej na rynku publicznym, albo inwestorzy portfelowi, potrzebujący rynku publicznego jako mechanizmu wyjścia z inwestycji w przyszłości. W realiach kraju dopiero budującego swój kapitał, jak Polska, ta alternatywa sprowadza się bardzo często do wyboru jednej z dwóch opcji – czy sprzedać firmę inwestorowi zagranicznemu, który uczyni ją kolejnym elementem swojej grupy kapitałowej, czy też umożliwić jej, dzięki giełdzie, dalsze trwanie jako niezależnego podmiotu z rozproszonym akcjonariatem. W tym drugim przypadku jest znacznie większa szansa nie tylko na przetrwanie „ducha” dawnej firmy, ale również na podtrzymanie lokalnych kompetencji zarządczych na najwyższym szczeblu.

**Ramka 5. Dywersyfikacja majątku przez dotychczasowych właścicieli.**

Początki firmy AB datuje się na początek lat 90 XX wieku., kiedy to Andrzej Przybyło i jego żona Iwona zdecydowali się na rozpoczęcie działalności związanej z infrastrukturą informatyczną. Wraz z upływem czasu firma się rozrastała, rozbudowując sieć swoich oddziałów w największych miastach polskich, nastąpiło również jej przekształcenie w spółkę akcyjną. Zastrzykiem kapitału umożliwiającym dalszy rozwój działalności było zawiązanie współpracy z funduszem *private equity* pod koniec lat 90. XX wieku.

W 2006 roku na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych odbył się debiut spółki AB, będącej wówczas jednym z liderów dystrybucji sprzętu informatycznego. Oferta zawierała łącznie prawie 6,5 mln akcji, z czego część należała do nowej emisji, a część była sprzedażą akcji istniejących (należących głównie do funduszu inwestycyjnego). Przed debiutem Iwona i Andrzej Przybyło posiadali łącznie 59,3% kapitału zakładowego, po IPO liczba ta zmniejszyła się do 50,5%.

W kolejnych latach kilkakrotnie odbyła się sprzedaż akcji należących do założycieli spółki, którzy obecnie są w posiadaniu 18,93% akcji. Pozostałe 81 % należy do kilku większych inwestorów indywidualnych oraz inwestorów prywatnych. Mimo utracenia większości akcjonariatu Andrzej Przybyło pozostał prezesem firmy AB. Sprzedaż akcji umożliwiła dywersyfikację majątku właścicieli przy jednoczesnej dalszej realizacji ambicji biznesowych. Obecnie firma dynamicznie się rozwija i z sukcesami przeprowadza ekspansję zagraniczną, będąc liderem na rynku dystrybucji branży IT, RTV, AGD i zabawek.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

**Ramka 6. Opuszczenie spółki przez fundusze *private equity*.**

Gdańska Spółka Akcyjna Prime Car Management zaczęła funkcjonować w 1999 roku. Obszarem jej działalności jest leasing samochodów i świadczenie usług zarządzania flotą związanych z obsługą samochodów (w tym finansowania zakupu), obsługą serwisową, ubezpieczeniami pojazdu i likwidacją szkód komunikacyjnych. Prime Car Management jest jednym z liderów na rynku usług CFM (car fleet management) pod względem liczebności floty. Spółka jest jednostką dominującą grupy kapitałowej działającej na rynku pod marką Masterlease, w której skład wchodzi też spółki Futura Leasing oraz Futura Prime.

Dominującym akcjonariuszem Prime Car Management od czasu jej wykupienia w 2010 roku – nota bene współfinansowanego za pomocą obligacji uplasowanych na rynku Catalyst – była spółka Fleet Holdings, kontrolowana przez fundusz Abris, która posiadała 100% akcji spółki do daty IPO. 16 kwietnia 2014 roku odbył się debiut spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych. Do sprzedaży przeznaczono 4,763 mln akcji co stanowiło 40% kapitału zakładowego Fleet Holdings. Łączna wartość oferty wyniosła 209,6 mln zł. Akcje spółki cieszyły się dużym powodzeniem, mimo że celem IPO określonym w prospekcie było zbycie posiadanych akcji przez akcjonariusza sprzedającego czyli Fleet Holdings i do tego podmiotu trafiły wpływy ze sprzedaży akcji. Dokładnie rok później Fleet Holdings ogłosił rozpoczęcie transakcji sprzedaży do 7,145304 mln akcji przekładających się na 60% kapitału zakładowego, czyli cały posiadany przed spółkę pakiet. Obecność na giełdzie ułatwiła inwestorowi, czyli funduszowi Abris, wyjście z inwestycji w spółkę Prime Car Management poprzez etapową sprzedaż akcji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

## Miara wartości firmy

Ubocznym efektem obecności na giełdzie jest codzienna aktualizacja wartości spółki. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa kurs akcji można uznać za, niekiedy bardzo przydatny, miernik percepcji jego wartości. Długotrwałe trendy cenowe, jak również skokowe zmiany kursu stanowią dla zarządu sygnał odnośnie wiarygodności odpowiednio przyjętej strategii oraz poszczególnych decyzji biznesowych. Wiele spółek, pragnąc wzmocnić ten efekt, stara się powiązać wynagrodzenie zarządu z kursem akcji poprzez wypłacanie części wynagrodzenia w akcjach lub opcjach na akcje, zawsze jednak z odroczonym terminem ich sprzedaży tak, by lepiej opłacani byli ci menedżerowie, którzy przyczynili się do długookresowego wzrostu wartości firmy (Ramka 7.).

Notowanie akcji na giełdzie przynosi spółce także wzrost prestiżu, co często pomaga w relacji z klientami, poddostawcami czy obecnymi i potencjalnymi pracownikami oraz wiąże się ze wzrostem obecności w mediach, przynoszącej spółce dodatkowe korzyści w obszarze reklamy i PR. Z kolei dla przedsiębiorców będących jeszcze w początkowej fazie rozwoju biznesu, obecność innych spółek z danej branży na giełdzie stanowi drogowskaz i motywację – wyznacza cele, które chcieliby osiągnąć za kilka lub kilkanaście lat. Zmieniający się kurs, po którym można kupić akcje na rynku wtórnym, przyciąga także uwagę analityków, niezależnie badających sytuację spółki i jej otoczenia. Z punktu widzenia zarządu jest to kolejna okazja, by zweryfikować założenia strategiczne oraz dostrzec ewentualne ryzyka lub szanse, na które zwracają uwagę autorzy raportów analitycznych.

Notowanie akcji na giełdzie przynosi spółce również nowe możliwości w zakresie fuzji i przejęć. Po pierwsze, działalność akwizycyjną może podejmować ona sama, korzystając z praktycznie unikatowej dla spółek giełdowych możliwości finansowania fuzji akcjami, i w ten sposób poprawiać własną pozycję rynkową i wartość dla akcjonariuszy. Po drugie, przedsiębiorstwo giełdowe może łatwiej stać się obiektem przejęcia na skutek wykupu jego akcji. Ta druga możliwość nie cieszy się zwykle sympatią zarządów spółek, jednak z perspektywy ich akcjonariuszy stanowi ważną szansę na podreperowanie zysków z inwestycji w sytuacji, gdy złe zarządzanie lub czynniki zewnętrzne spowodowały, że posiadana spółka popadła w tarapaty (Ramka 8.). Wrogie przejęcia pełnią także ważną rolę z punktu widzenia całości gospodarki – pozwalają na realokację aktywów ze słabiej do (statystycznie) lepiej zarządzanych firm, a już sama ich groźba korzystnie wpływa na dyscyplinowanie urzędujących managerów.

Kurs akcji pełni w gospodarce jeszcze jedną ważną, choć często niedocenianą rolę. Sprzedaż akcji po bieżącym kursie stanowi istotny kanał dystrybucji zysków z inwestycji. Zamiast wypłacać dywidendę, spółka może reinwestować zyski, jednocześnie pozwalając inwestorom cieszyć się stopami zwrotu uzyskiwanymi w toku sprzedaży walorów. Taka sytuacja może mieć miejsce tylko dzięki osobom nabywającym akcje – popyt na rynku wtórnym zwalnia spółki z konieczności wypłacania dywidend ich dotychczasowym akcjonariuszom. Z tego punktu widzenia kupowanie walorów spółek należy uznawać za inwestycję w rozwój przedsiębiorstwa wcale nie tylko wtedy, gdy nabywane są akcje nowej emisji. Nabywcy akcji na rynku wtórnym uzupełniają kapitał, który musiałby zostać wypłacony w formie dywidendy, gdyby do transakcji nie doszło.

### Ramka 7. Wynagrodzenie związane z wzrostem wartości firmy.

Selvita S.A. jest firmą założoną w 2007 roku w Krakowie, działającą w obszarze biotechnologii i bioinformatyki, ze szczególnym naciskiem na działalność badawczo-rozwojową. Spółka pracuje nad innowacyjnymi lekami w obszarze onkologicznym oraz dostarcza rozwiązania umożliwiające obniżenie kosztów wprowadzenia nowych produktów na rynek w ramach współpracy z koncernami farmaceutycznymi.

W 2011 roku Selvita zadebiutowała na rynku NewConnect, a w grudniu 2014 roku przeszła na rynek główny GPW. Podczas debiutu na GPW spółka zaoferowała ponad 2,6 mln nowych akcji oraz ponad 6,4 mln akcji dostępnych do tamtej pory na rynku NewConnect, pozyskując dzięki temu 27,3 mln zł. Celem emisji był zebranie kapitału na rozwój projektów innowacyjnych. 21 października 2013 roku uchwalone zostało przyjęcie programu motywacyjnego dla kluczowych członków rady menedżerskiej i pracowników spółki. Oparty był on o akcje własne nabywane przez spółkę (do 6% ogólnej liczby akcji) i zbywane kluczowym pracownikom.

Podczas IPO na GPW Selvita ogłosiła zamiar przyjęcia kolejnego, zmodyfikowanego programu motywacyjnego. Zgodnie z uchwałą przyjętą we wrześniu 2015 roku członkowie kadry menedżerskiej i kluczowi pracownicy mogą otrzymywać warranty subskrypcyjne imienne uprawniające do objęcia akcji zwykłych na okaziciela, które są wymienne na jedną akcję zwykłą spółki w momencie wykonania. Prawo od objęcia akcji można wykonać w dwóch terminach: do 29 lutego 2016 i do 28 lutego 2017 roku. Cena emisyjna akcji w ramach programu emisyjnego została ustalona na kwotę 1 zł, podczas gdy cena akcji spółki w dniu wyceny wynosiła 20,58 zł. Jak zostało ujęte w raporcie okresowym spółki program motywacyjny uchwalony został w celu zabezpieczenia możliwości dalszego dynamicznego rozwoju. Rosnące przychody ze sprzedaży (Wykres 7.) oraz notowania akcji spółki (Wykres 6.), które od października 2013 roku utrzymują trend wzrostowy, świadczą o tym, że wynagrodzenie opcjami menedżerskimi może być skutecznym narzędziem motywacyjnym.

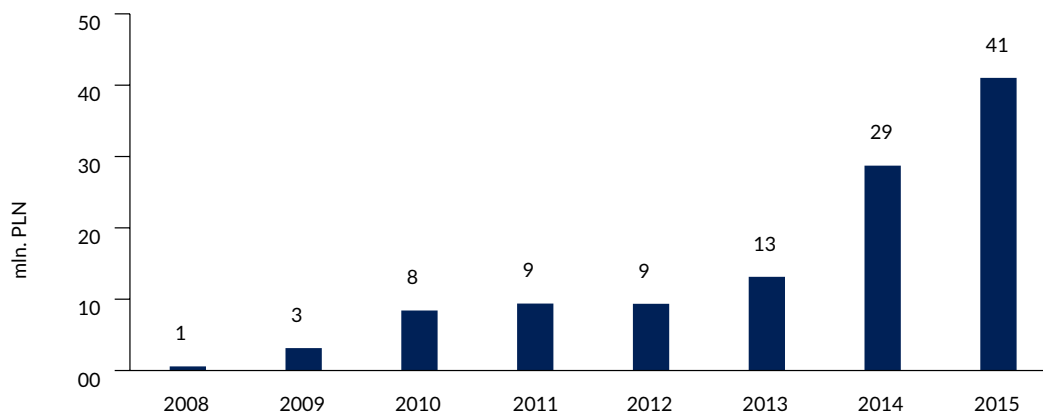
### Wykres 6. Notowania akcji spółki Selvita S.A.



Źródło: bossa.pl

### cd Ramki 7.

**Wykres 7.** Przychody netto ze sprzedaży spółki Selvita S.A. (tys. zł)



Źródło: Dane finansowe spółki

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

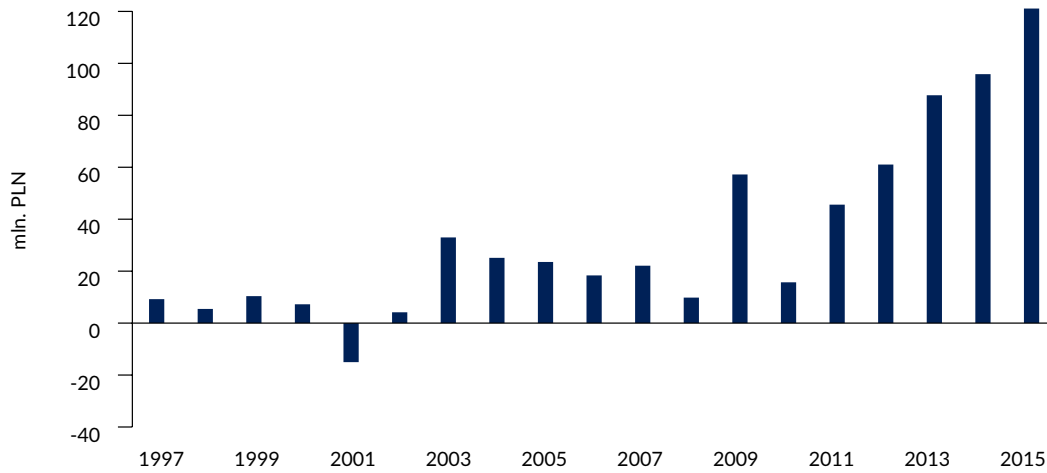
### Ramka 8. Przejęcia jako ostatnia deska ratunku dla zasobów spółki.

Historia spółki „Polska Agencja Eksportu Drewna”, później przekształconej w PAGED S.A., działającej obecnie w trzech segmentach: handlowych, sklejkowym i meblowym, sięga 1931 roku. Po wieloletnim rozwoju działalności spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w 1996 roku.

W 2000 roku nastąpiło przejęcie spółki przez YAWAL S.A., który przekroczył 50% jej kapitału akcyjnego. Było to początkiem restrukturyzacji Spółki i Grupy Kapitałowej Paged. Wraz z objęciem zarządu firmy przez Edmunda Mzyka, głównego akcjonariusza i ówczesnego prezesa YAWAL S.A, rozpoczął się proces gruntownych zmian obejmujący między innymi redukcję zatrudnienia oraz skoncentrowanie działalności firmy na pierwotnych segmentach z naciskiem na produkcję sklejki. Spowodowało to znaczną poprawę kondycji firmy, widoczną w rosnących wynikach finansowych w kolejnych latach. Niestety skutki kryzysu finansowego z 2008 roku nie ominęły również Pagedu. Mimo przejściowych kłopotów spółka rozpoczęła kolejne procesy restrukturyzacyjne tym razem pod nadzorem Daniela Mzyka, syna Edmunda. Świeże spojrzenie miało zbawienne skutki dla Pagedu, który prężnie się rozwija do dnia dzisiejszego (Wykres 8.), głównie w sektorze produkcji mebli. Odzwierciedlają to notowania spółki (Wykres 9.), której ceny akcji pod koniec 2000 roku oscylowały w granicach 5 zł, w maju 2016 roku jest ich cena wynosi natomiast ponad 50 zł.

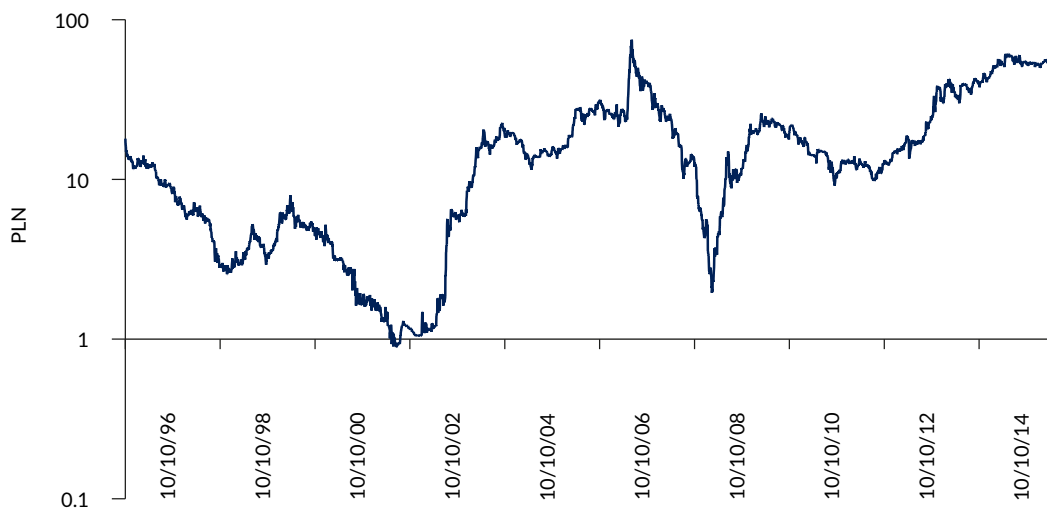
**cd Ramki 8.**

**Wykres 8.** Zys z działalności operacyjnej PAGED S.A.



Źródło: Dane finansowe spółki

**Wykres 9.** Notowania akcji spółki PAGED S.A.



Źródło: bossa.pl

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnianych przez spółkę

## Minusy obecności na parkiecie

Gdyby konsekwencje upowszechniania się formy spółki publicznej zamykały się w ramach przedstawionych powyżej korzyści, każde większe przedsiębiorstwo powinno być notowane na giełdzie. Tak jednak nie jest, co wynika z dwóch przyczyn. Po pierwsze, część korzyści związana jest z rozmiarem przedsiębiorstwa – mała spółka bez wielkiego potencjału rozwojowego nie przyciągnie uwagi inwestorów i analityków, tak że ostatecznie zabraknie chętnych do zakupu jej akcji. Koszty zainteresowania się inwestycją okażą się w takim przypadku zbyt duże w stosunku do potencjalnych korzyści ograniczanych przez niewielki wolumen dostępnych na rynku papierów. Po drugie, upublicznieniu spółki towarzyszą także określone koszty, o których również trzeba wspomnieć.

Spółki, których akcje znajdują się w obrocie na rynku regulowanym muszą ponosić z tego tytułu określone wydatki. Z pieniędzy spółki finansowane są komunikacja z akcjonariuszami, przygotowanie i audyt sprawozdań finansowych, ale także kary za niedopełnienie obowiązków informacyjno-sprawozdawczych. Przy debiucie akcjonariusze muszą dodatkowo zapłacić agentowi emisji (subemiten-towi) oraz sfinansować prospekt emisyjny i towarzyszącą mu kampanię informacyjną skierowaną do inwestorów. Koszty te, z punktu widzenia niewielkich spółek, są bardzo wysokie i praktycznie wykluczają z giełdy wszystkie mikro i większość małych przedsiębiorstw. Spośród ok. 1,5 miliona przedsiębiorstw działających w Polsce w 2013 roku przede wszystkim te zatrudniające powyżej 250 osób powinny myśleć o giełdzie (Wykres 10.). Ich wielkość pozwala z jednej strony na pokrycie kosztów wiążących się z debiutem\* i ciągłą obecnością na giełdzie\*\*, z drugiej wzbudzenie zainteresowania inwestorów poprzez zaoferowanie odpowiednio dużego pakietu akcji<sup>1</sup>. Biorąc pod uwagę (najprawdopodobniej) te właśnie kryteria, PwC\*\*\* szacuje, że na GPW mogłoby trafić jeszcze około 900 spółek.

Choć z punktu widzenia średnich i dużych firm czysto finansowe koszty obecności na giełdzie nie są dużym ciężarem, wiele z nich unika rynku regulowanego z innych względów. Przede wszystkim ujawnianie sprawozdań finansowych, strategii, akcjonariatu i znaczących transakcji stanowić może utratę przewagi konkurencyjnej. Jeżeli otoczenie spółki nie ujawnia podobnych danych, powstaje sytuacja, że konkurenci spółki wiedzą o jej planach bardzo wiele, podczas gdy ich zamierzenia pozostają w cieniu. Nie bez znaczenia jest też utrata prywatności przez zarząd, radę nadzorczą i co bardziej znaczących akcjonariuszy, których majątek ulokowany w spółce oraz pobierane przez nich wynagrodzenia stają się jawne. Sprzedaż dużych pakietów akcji przez pierwotnych właścicieli wiązać się może z utratą kontroli nad spółką. Nie powinna być ona celem samym w sobie, jeśli wyznaczony zarząd dobrze sprawuje swoją funkcję. Jednak dla wielu przedsiębiorców jej oddanie jest trudnym momentem, wymagającym daleko idącej rewizji dotychczasowych przyzwyczajeń.

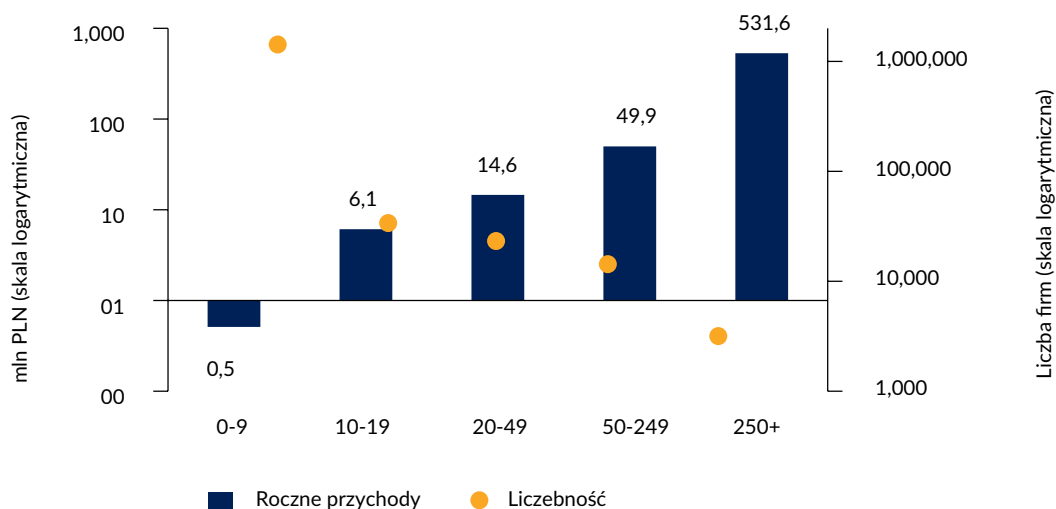
\* Portal IPO.pl podaje, że minimalny koszt debiutu to 150 tys. zł. Jednak historycznie rzecz biorąc trudno wskazać wiele firm, które zapłaciły tak niewiele. Przykładowo w Parkiet w artykule „W ubiegłym roku obniżyły się koszty emisji”, podaje, że w 2010 roku koszty najniższe koszty emisji wyniosły 254 tys. zł, co i tak nie wydaje się reprezentatywną sumą, skoro niewiele większe oferty kosztowały trzy razy więcej.

\*\* Sama giełda oraz KDPW wymagają rocznych opłat na minimalnym poziomie wysokości 15 tys. zł. Jednak znacznie więcej kosztuje przygotowanie cztery razy w roku sprawozdań finansowych, spośród których co najmniej dwa muszą być objęte zewnętrznym audytem. Zatrudnienie co najmniej jednego pracownika odpowiedzialnego za relacje inwestorskie oraz dodatkowe koszty w zakresie sprawozdawczości i audytu kosztuje spółkę co najmniej ok. 100 tys. zł rocznie.

\*\*\* Obok własnego szacunku odnośnie popytu inwestorów spółka musi wziąć pod uwagę formalne wymagania. Dla spółek notowanych na głównym rynku GPW minimalna rynkowa wartość kapitału akcyjnego to 15 mln. euro w tym co najmniej 25% w wolnym obrocie.



**Wykres 10.** Średnie roczne przychody oraz liczebność polskich przedsiębiorstw w podziale ze względu na liczbę zatrudnionych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Z punktu widzenia gospodarczego, kosztem wprowadzenia spółek na giełdę jest wzmocnienie konfliktu interesów między zarządem i akcjonariuszami. Choć spółki publiczne wypracowały szereg rozwiązań w tym zakresie, rozproszenie akcjonariatu niewątpliwie wzmacnia pozycję managera, który niekoniecznie będzie dbał o firmę jak jej właściciel lub ktoś blisko z nim powiązany. Znane afery, takie jak te pamiętane z początku XXI wieku (Enron, Worldcom, Parmalat) mogły wydarzyć się tylko w spółkach publicznych, gdzie zarządzanie jest silnie oddzielone od własności.

## Co giełda daje społeczeństwu?

### Poprawa alokacji zasobów

Jedną z podstawowych korzyści ogólnogospodarczych, jakie tradycyjnie przypisywano rozwojowi rynków finansowych (nie tylko rynku kapitałowego, ale i bankowego – patrz Ramka 9), było umożliwienie firmom szybszego wzrostu, niż byłoby to możliwe gdyby opierały się one wyłącznie o zakumulowane zyski<sup>5</sup>. W warunkach konkurencyjnego rynku produktów, szybszy wzrost firm oznacza szybsze przejmowanie zasobów przez relatywnie najbardziej zyskowne i produktywne przedsiębiorstwa, co stopniowo powinno podnosić zagregowaną produktywność i wzrost gospodarczy. Lepiej rozwinięty rynek finansowy powinien także przyspieszać realokację międzysektorową<sup>6</sup> dzięki temu, że finansowałby on w nieco większym stopniu inwestycje w branżach o wyższym potencjale wzrostu, a mniejszym w sektorach o charakterze schyłkowym. Zaobserwowano<sup>7</sup>, że zewnętrzne źródła kapitału kluczowe są zwłaszcza dla mniejszych przedsiębiorstw. Rozwinięte rynki finansowe są dla nich ważniejsze niż dla liderów, dla których zwiększenie skali działalności możliwe jest w oparciu o kapitał własny. W ten sposób wspierają one wchodzenie na rynek nowych graczy, co powinno przekładać się na wzrost konkurencji i spadek cen dla konsumentów.

Levine<sup>8</sup> podsumowuje ten optymistyczny nurt badań następująco: „Dobrze rozwinięty rynek finansowy pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy. Nie ma przy tym większego znaczenia, czy rozwój rynku finansowego wynika z rozwoju bankowości czy rynków kapitałowych”.

#### **Ramka 9. Krótki przewodnik po historii badań nad wpływem rynku finansowego na wzrost gospodarczy.**

Badania nad korzyściami płynącymi z rozwoju rynków kapitałowych są częścią szerszego nurtu analizującego wpływ sektora finansowego na dynamikę i stabilność gospodarczą. Do niedawna rozwijały się przede wszystkim w nurcie teoretycznym<sup>9</sup>. Jak relacjonuje Levine<sup>10</sup>, przekonywano, że rynek finansowy:

- pozwala na efektywny kosztowo transfer ryzyka między różnymi podmiotami;
- korzystnie wpływa na alokację zasobów
- dyscyplinuje przedsiębiorców i managerów
- mobilizuje oszczędności
- dostarcza technologii płatniczych obniżających koszty transakcyjne.

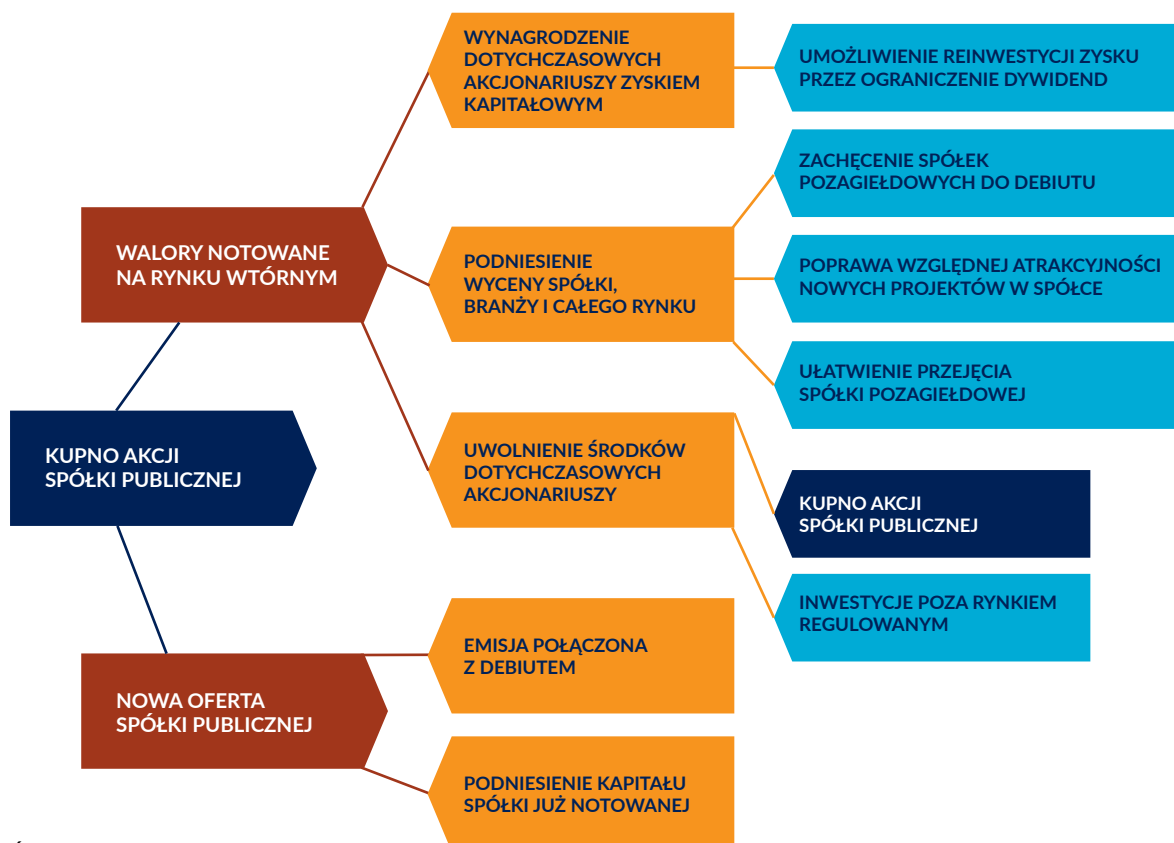
Jednak powyższym argumentom przeciwstawiano inne, a wielu ekonomistów tak o nastawieniu bardziej Keynesowskim<sup>11</sup>, jak i bardziej klasycznym<sup>12</sup>, przekonywało, że sektor finansowy jedynie podąża za rozwojem gospodarki. Prezentowane badania empiryczne albo dotyczyły ekstremalnych przypadków takich jak Wielki Kryzys<sup>13</sup>, albo obejmowały zbyt mało krajów, by stanowić przekonywujący dowód<sup>14</sup>. Dopiero przełomowa praca Kinga i Levina<sup>15</sup> z 1993 roku pokazała wyraźny statystyczny związek między dzisiejszym poziomem rozwojem rynku finansowego a przyszłym wzrostem gospodarczym. Kolejne badania potwierdziły i uszczegółowiły tę obserwację.

Źródło: opracowanie własne

Wiele wskazuje, że pogląd ten jest nadmiernie upraszczający, a struktura rynku finansowego ma znaczenie dla wpływu, jaki jego rozwój wywiera na gospodarkę. Zwraca uwagę, że wpływ ten okazywał się wyraźnie mniejszy w krajach rozwiniętych niż rozwijających się<sup>16</sup>. Załamanie się wzrostu gospodarczego w silnie ubankowanej Japonii oraz Kryzys Azjatycki z 1997 roku, którym dotknięte zostały kraje o dominującej pozycji konglomeratów bankowo-finansowych, wskazują, że zbyt duża dominacja banków w strukturze finansowania może mieć negatywne konsekwencje. Rajan i Zingales<sup>17</sup> argumentują, że banki są ważniejsze we wczesnej fazie rozwoju gospodarczego. Ich początkowa przewaga wynika z dwóch czynników. Po pierwsze, w kraju słabo rozwiniętym kluczowe jest samo zmobilizowanie kapitału. Kwestia optymalnej alokacji schodzi na dalszy plan – relatywnie łatwo jest wskazać projekty opłacalne ekonomicznie. Doświadczenia japońskie pokazały, że w firmach blisko powiązanych z bankami związek między przepływami finansowymi z projektów a realizowanymi inwestycjami jest dużo słabszy – firmy posiadające łatwy dostęp do kredytów bankowych w mniejszym stopniu przejmowały się tym, jak ich plany przekładają się na wyniki<sup>18</sup>. Na początku drogi rozwojowej, gdy nie ma kłopotów z wyborem projektów inwestycyjnych (można korzystać ze sprawdzonych za granicą wzorców), taka sytuacja premiuje banki, które zapewniają stabilne dostawy środków finansowych umożliwiające przedsiębiorstwom angażowanie się w długoterminowe przedsięwzięcia. Wraz ze wzrostem gospodarczym, zbyt duże uzależnienie finansowania przedsiębiorstw od banków może okazać się pułapką za sprawą nadmiernego zaangażowania środków w projekty nieprzynoszące wysokich stóp zwrotu.

Drugą potrzebą, na którą w krajach słabo rozwiniętych dobrze odpowiadają banki, lecz która zaczyna być obciążeniem wraz z rozwojem gospodarczym, jest ochrona kapitału przed defraudacją. Ścisłe monitorowanie dłużników, długotrwała i wielopłaszczyznowa relacja z nimi pozwalają zminimalizować ryzyko nadużyć. Dogłądanie spraw firmy przez banki działa lepiej niż opieśzałe bądź skorumpowane sądy charakterystyczne dla państw znajdujących się we wczesnej fazie cywilizacyjnego rozwoju. Dobre funkcjonowanie rynku kapitałowego wymaga bowiem sprawnie funkcjonującego aparatu sprawiedliwości. Przejęcie ciężaru monitoringu przez banki nie odbywa się jednak bez kosztów, które rosną w miarę jak kraj przybliża się do grupy gospodarek wysoko-rozwiniętych. Chodzi przede wszystkim o koszty agencji, związane z alokacją kredytu w ramach grup kapitałowych, która ma więcej wspólnego z polityką (walka o władzę i wpływy, budowanie koalicji itp.) niż z ekonomiczną kalkulacją. Rajan i Zingales przywołują w tym kontekście wynik badania<sup>19</sup> nad konglomeratami, czyli grupami skupiającymi udziały w wielu firmach z różnych branż. Konglomeraty stanowią logiczną granicę idei finansowania się poza rynkiem kapitałowym – kredyt w ramach grupy przyznawany jest bez zewnętrznej weryfikacji, a konglomerat, podobnie jak bank działa w systemie bliskich relacji i ścisłego monitoringu. Mimo teoretycznej przewagi, jaką daje łatwość dostępu do kapitału w ramach grupy, akcje konglomeratów w USA notowane są z dyskontem, średnio ok. 14%. Jest to miara kosztów agencji i tym samym nieefektywności zarządzania finansowaniem bez rynku kapitałowego – w warunkach wysokiego poziomu technologii oraz dobrego systemu praw własności omijanie rynku się nie opłaca. Rajan i Zingales przywołują jednak badania dotyczące krajów słabo rozwiniętych i tam pojawia się sytuacja odwrotna – konglomeraty notowane są z premią w stosunku do niezależnych przedsiębiorstw.

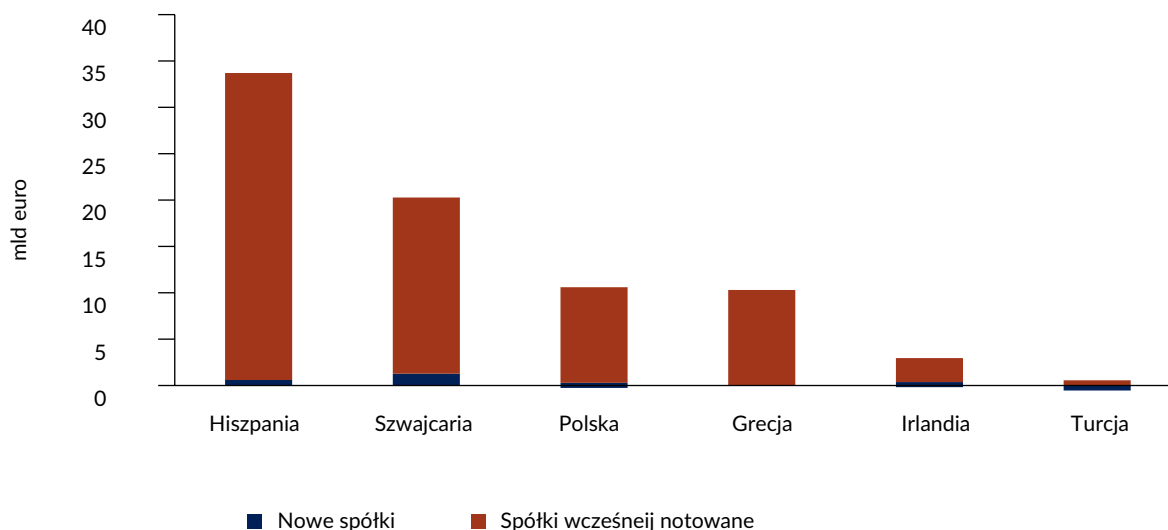
### Schemat 2. Kupno akcji a nowe inwestycje



Źródło: Opracowanie własne

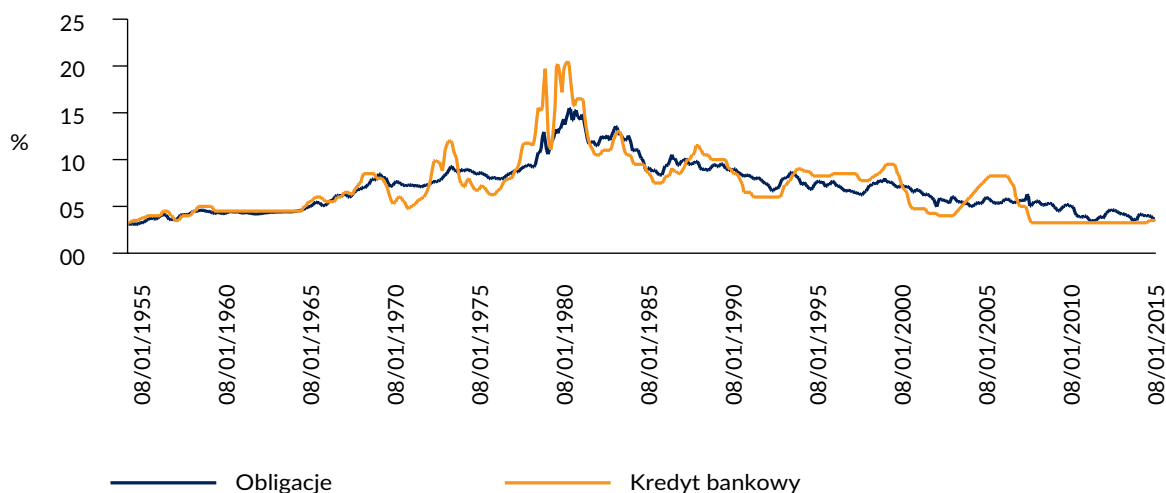
Na podstawie tego, co dotąd napisaliśmy, można dokonać ważnego zestawienia skutków zakupu waloru spółki publicznej (Schemat 2.). Wbrew rozpowszechnionemu przekonaniu, napływ nowego kapitału na giełdy przekłada się na działalność inwestycyjną spółek nie tylko w związku z emisją nowych akcji dokonywaną przez firmy, które wchodzą na giełdę. Ważniejsze od debiutów połączonych z emisją nowych akcji jest podnoszenie kapitału przez spółki od dawna obecnej na parkiecie (Wykres 11.). Na tym jednak wpływ popytu na akcje spółek się nie kończy – ważny jest również rynek wtórny. Dzięki podniesieniu wycen notowanych na parkiecie spółek są one bardziej skłonne do inwestowania zarówno w projekty własne<sup>20</sup>, jak i w spółki pozagiełdowe. Wprawdzie akwizycja nie oznacza dopływu kapitału do przejmowanej spółki, jednak poszerza spektrum potencjalnych projektów inwestycyjnych. Pamiętać też trzeba, że dotychczasowi właściciele akcji (zarówno spółki przejmowanej jak i każdej innej nabywanej na rynku wtórnym), jeśli zdecydują się na ich sprzedaż, staną przed pytaniem, co zrobić z uzyskaną gotówką. Wielu z nich zdecyduje się na reinwestycję środków, zarówno przez rynek regulowany jak i szerszy rynek kapitałowy z nim ściśle związany (fundusze *private equity*, fundusze *venture capital*). Wspomnieć należy również, że wysokie wyceny przyciągają nowe niezależne firmy na parkiet, co z punktu widzenia inwestycji ma podobny skutek jak przejęcia. Nie należy także zapominać o omówionym wcześniej mechanizmie, który prowadzi do zmniejszenia wypłacanych dywidend i wyższej reinwestycji zysków właśnie za sprawą popytu na już wcześniej wyemitowane walory spółki. Podsumowując: zakup walorów spółki na rynku wtórnym różnymi kanałami prowadzi do spadku kosztu kapitału, podnosząc tym samym ekonomiczną opłacalność projektów inwestycyjnych, co w następnym kółku prowadzi do zwiększenia wolumenu inwestycji.

**Wykres 11.** Finansowanie inwestycji poprzez emisje akcji spółek nowo notowanych oraz wcześniej istniejących w 2015 roku



Źródło: FESE

**Wykres 12.** Koszt finansowania przedsiębiorstw (dużych i mało ryzykownych) poprzez kredyt bankowy i rynek obligacji w USA w latach 1955-2016



Źródło: FRED (WPRIME, EELLNQ i AAA)

## Spadek kosztów finansowania

Z punktu widzenia akcjonariusza posiadającego zdywersyfikowany portfel, czyli praktycznie dowolnej instytucji finansowej, jak też i inwestora indywidualnego trzymającego wiele różnych papierów, bankructwo pojedynczej spółki stanowi jedynie minimalne zagrożenie dla jego pozycji majątkowej. Te dwie rzeczy naraz – większa płynność walorów i bardziej zdywersyfikowany akcjonariat – powodują, że kapitał dostarczany spółkom giełdowym ma większą tolerancję na ryzyko, a więc w szczególności dla tego samego poziomu ryzyka jest skłonny finansować również przedsięwzięcia o niższej stopie zwrotu. Spółki giełdowe są więc otwarte na szersze spektrum projektów niż te działające poza giełdą. Co z jednej strony pozwala im na szybszy wzrost, z drugiej – otwiera na bardziej innowacyjne przedsięwzięcia o podwyższonym ryzyku. Dla gospodarki, spadek premii za ryzyko oznacza zatem wzrost wolumenu i rozszerzenie zakresu podejmowanych projektów inwestycyjnych. Inną ważną korzyścią jest wsparcie procesów konkurencji – uzyskana dzięki niższej oczekiwanej stopie zwrotu łatwość wejścia na rynek ogranicza marże monopolistyczne w branżach, w których konkurują firmy notowane na giełdzie.

Niektórzy badacze wskazują także, iż długofalowa przewaga rynków nad bankami ujawnia się także po stronie kosztu finansowania za sprawą różnicy technologicznej między nimi a sektorem bankowym<sup>21</sup>. Technologia finansowa, którą dysponują banki, jest dużo bardziej pracochłonna od tej, jaką posługują się rynki kapitałowe. Regulacje giełdowe zmuszają bowiem spółki publiczne do ujawniania wyników swojej działalności na bieżąco, przez co są one publicznie dostępne dla wszystkich inwestorów. Na rynkach kapitałowych powiązanych z dobrze funkcjonującą giełdą, zadanie pracowników banku związane z monitoringiem finansowanych firm wykonywane jest więc niejako automatycznie, za cenę poniesienia kosztów po stronie spółki o charakterze w znacznej mierze technicznym. Korzyścią jest także ominięcie jednej warstwy pośrednictwa finansowego – ostatecznymi dostawcami kapitału są przecież deponenci, a nie banki. W miarę rozwoju gospodarczego i idącego z nim w parze wzrostu płać, wiarygodnym firmom powinno więc

bardziej opłacać się finansowanie przez mniej pracochłonny rynek kapitałowy niż przez bardziej pracochłonne banki.

Ponieważ trudno jest porównywać finansowanie akcjami i kredytem bankowym, ze względu na inny poziom ryzyka, różnicę w kosztach finansowania można spróbować prześledzić zestawiając ze sobą kredyty z obligacjami. W USA od sierpnia 1955 roku do października 2008 roku podstawowa stopa pożyczek bankowych (*prime lending rate*) była średnio wyższa o 24 p. b. niż średnia rentowność obligacji AAA (Wykres 12.). Warto dodać, że ta pierwsza wielkość odpowiada finansowaniu przedsiębiorstw o niskiej kategorii ryzyka na okres średnio 4,5 roku<sup>22</sup>, zaś indeks obligacji Moody's dotyczy papierów o średniej zapadalności bliskiej 30 lat. Oznacza to, że hipotetyczny kredyt na termin odpowiadający zapadalności obligacji, byłby droższy. O ile? Średnia różnica między rentownością amerykańskich obligacji 30- i 10-letnich wyniosła w latach 1977-2008 16 p. b. Obligacje przed kryzysem były więc tańsze rocznie średnio o ok. 40 p. b.

Sytuacja pokryzysowa nieco zmieniła tę arytmetykę. Z jednej strony, gwałtownie spadły koszty kredytu bankowego, co spowodowało, że różnica – tym razem na korzyść finansowania bankowego – wyniosła 73 p. b. Z drugiej strony, wzrosła premia wynikająca z dłuższego terminu zapadalności (szacowana tak jak powyżej) wzrosła do średnio 93 p. b. Obligacje nadal były więc średnio tańsze o 20 p. b. Obecnie (dane na maj 2016), różnica w oprocentowaniu średnioterminowych pożyczek wynosi 15 p. b. na korzyść banków, a premia za długi termin zapadalności to 82 p. b. Można więc szacować, że obligacje są o 67 p. b. tańsze od finansowania bankowego.

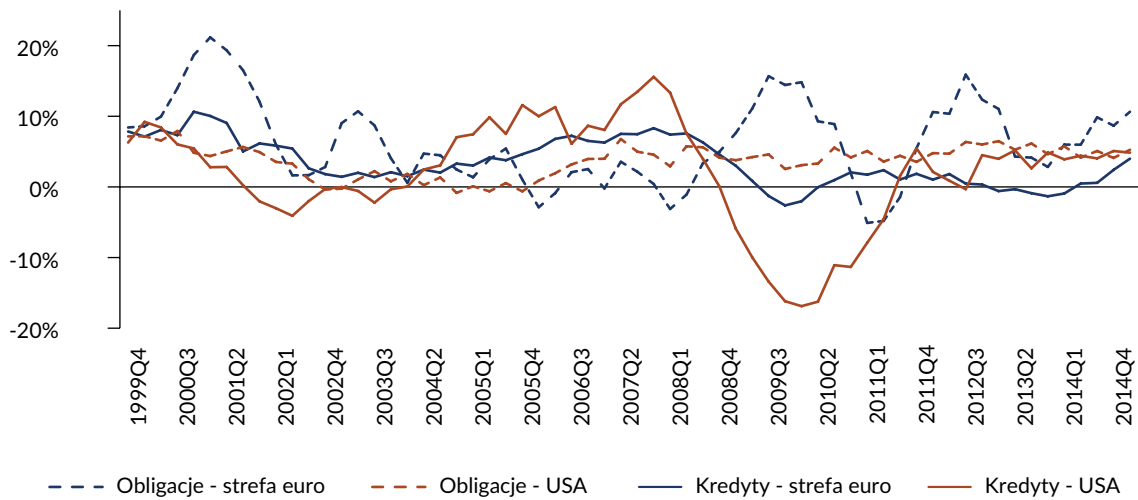
## Stabilizacja cykliczna gospodarki

Po kryzysie finansowym i Wielkiej Recesji z lat 2008-2009, teza o jednoznacznie pozytywnym wpływie rozwoju sektora finansowego na gospodarkę stała się dyskusyjna. Pojawiły się prace wskazujące, że może on się odbywać kosztem wzrostu zmienności<sup>23</sup> lub wręcz że dalszy rozwój sektora finansowego, powyżej pewnego optymalnego poziomu, szacowanego na 80-100% PKB, jest szkodliwy dla gospodarki<sup>24</sup>. Co istotne, żadne z tych badań nie odnosiło się do rynku akcji<sup>25</sup>. Ustalono więc, że gospodarkom może szkodzić nadmierna ekspansja kredytu bankowego. Zwraca uwagę, że różne typy kredytów bankowych mogą w różny sposób oddziaływać na gospodarkę<sup>26</sup>. Kredyty inwestycyjne, finansujące rozwój przedsiębiorstw wpływają korzystnie na dynamikę PKB, natomiast kredyty konsumpcyjne niekoniecznie. W tym drugim przypadku ryzykiem są tzw. bańki konsumpcyjne. Ponieważ giełda finansuje wyłącznie przedsiębiorstwa, nie ma na razie podstaw, by mówić o przesyceniu rynków akcji czy obligacji.

Zwraca uwagę, że po kryzysie ograniczonym stricte do rynku kapitałowego, jakim było załamanie się rynku spółek technologicznych w 2000 roku, gospodarka amerykańska wpadła wprawdzie w recesję, ale była ona krótka i łagodna. Na tym wydarzeniu stracili przede wszystkim posiadacze akcji, dla pozostałych uczestników życia gospodarczego było ono mało dolegliwe. Inaczej było w przypadku kryzysu z 2008 roku, którego źródłem był rynek bankowych pożyczek hipotecznych, a w którego wyniku świat ogarnęła długotrwała recesja. Jedną z jej reperkusji był kryzys w strefie euro, w którym również pierwszoplanową rolę odegrały banki, albo zmuszając rządy do ich ratowania, albo masowo kupując papiery skarbowe dłużników o niskiej wiarygodności. To banków dotyczy dyskutowany szeroko problem *too big to fail*<sup>27</sup>, czy nadmiernej dźwigni finansowej<sup>28</sup>.

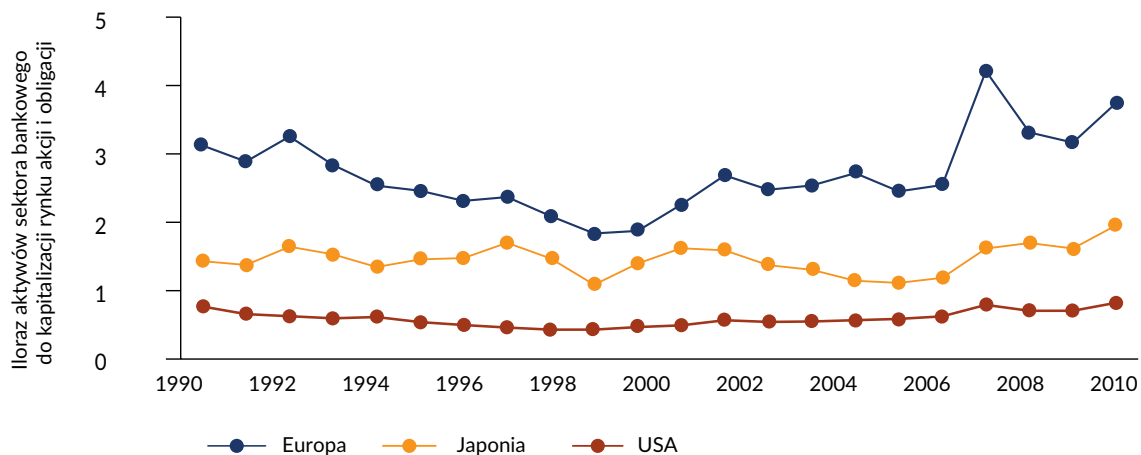
W ostatnich latach to właśnie rynki kapitałowe okazały się bardziej stabilnym źródłem finansowania w trudnych momentach, i to zarówno w USA, jak i w strefie euro (Wykres 13.). Zjawisko zastępowania finansowania bankowego emisją obligacji w okresach załamania gospodarczego nie dotyczy przy tym tylko ostatnich lat – badania pokazują, że jest to stała tendencja<sup>29</sup>. Mimo ogólnego charakteru korzyści płynących z rozwoju rynku kapitałowego, refleksja na temat nadmiernego ubankowienia gospodarki ma miejsce przede wszystkim w Europie, gdzie zjawisko to osiągnęło nienotowane gdzie indziej rozmiary (Wykres 14.). Sporą uwagę temu zagadnieniu poświęciła w zeszłym roku Komisja Europejska, a za jeden z podstawowych celów Unii Rynków Kapitałowych<sup>30</sup> uważane jest zwiększenie finansowanie przedsiębiorstw przez rynek kapitałowy i zmniejszenie uzależnienia ich od banków.

**Wykres 13.** Tempo wzrostu finansowania poprzez obligacje, kredyt bankowy oraz tempo wzrostu PKB w UE i USA



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FRED i EBC

**Wykres 14.** Nadmierne ubankowienie Europy



Źródło: Langfield i Pagano

To, że problem optymalnego kształtu rynków finansowych podjęty ostatnio europejskie elity, nie znaczy, iż zainteresowanie nim porzucili naukowcy. Warto wspomnieć o czterech badaniach, które rzucają na problem „banki czy rynki” nowe światło, wyraźnie wzmacniając tezy postawione przed osiemnastu laty przez Rajana i Zingalesa. Wcześniejsze prace empiryczne nie uwzględniały bowiem interakcji pomiędzy poziomem rozwoju a charakterystykami rynku finansowego. Badano jedynie wpływ różnych typów i różnej wielkości systemów finansowych na wzrost gospodarczy, zakładając milcząco, że wpływ ten jest średnio rzecz biorąc stały. Tymczasem okazuje się, że w miarę jak kraj staje się coraz bogatszy, wrażliwość dalszego tempa wzrostu na stopień rozwoju sektora bankowego maleje, zaś na stopień rozwoju rynku kapitałowego rośnie<sup>31</sup>.

## Wsparcie dla innowacyjności i oszczędności

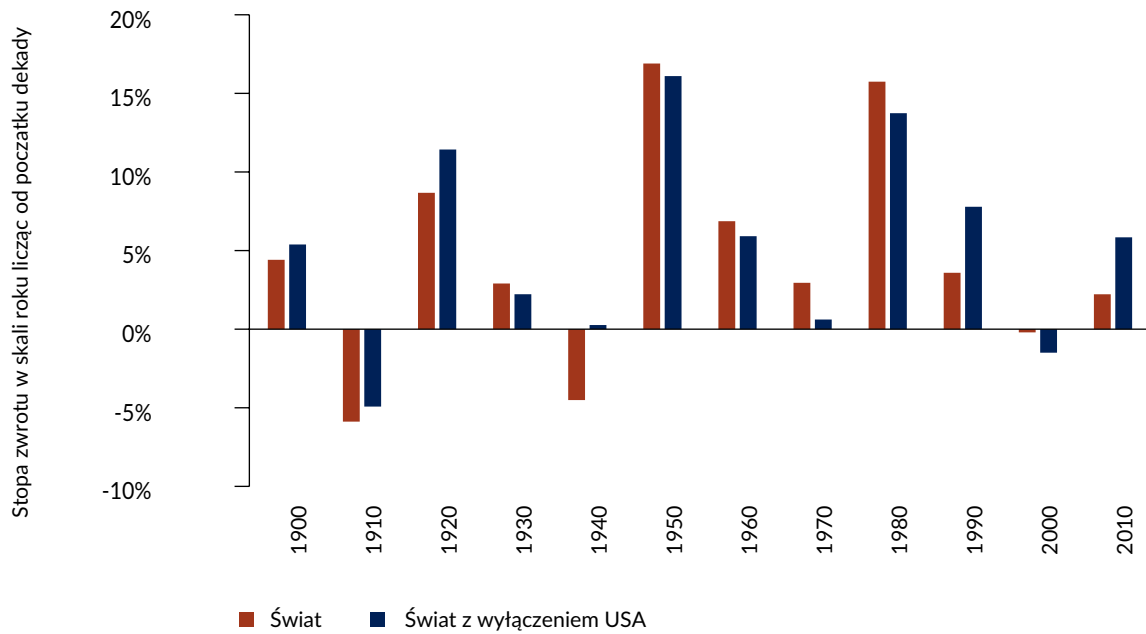
Już kilkanaście lat temu zauważono, że w krajach o dominującej roli banków dużo słabiej rozwijają się zwłaszcza branże wymagające dużej ilości kapitału własnego<sup>32</sup>. Do tej grupy należą te rodzaje działalności, w których trudno jest o kredyt, czy to ze względu na wysokie lub trudne do oszacowania ryzyko, czy też słabą jakość zabezpieczeń. Nie trzeba dodawać, że wszystkie te powody niechęci banków często występują u firm parających się działalnością innowacyjną oraz inwestujących we własność intelektualną. Spostrzeżenia te zostały ostatnio wzmocnione dzięki badaniom nad polityką inwestycyjną pojedynczych przedsiębiorstw<sup>33</sup>. Ponownie okazało się, że lepszy dostęp do rynków kapitałowych (oraz – co ważne – lepsza ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych) prowadzi do znacznie wyższych inwestycji w badania i rozwój, szczególnie w małych firmach. Te kwestie nie mają jednak znaczenia w przypadku inwestycji w majątek trwały. Z drugiej strony, szerszy dostęp do kredytu nie przekłada się na większe nakłady na B+R, ale w pewnym stopniu ułatwia finansowanie fizycznych aktywów. Korzystny wpływ rynku kapitałowego na badania i rozwój przedsiębiorstw potwierdza także inne badanie<sup>34</sup>, w którym oprócz tego stwierdzono, że w gospodarkach silnie uzależnionych od sektora bankowego, zapotrzebowanie na kapitał własny wśród firm prowadzących działalność badawczo rozwojową jest większe. Autorzy badania proponują następujące wyjaśnienie tego stanu rzeczy – tam, gdzie trudniej o kapitał własny, innowacyjne firmy muszą stosować bardziej konserwatywne strategie finansowania, co oczywiście odbija się na tempie ich rozwoju.

Korzyściom gospodarczym odpowiada jedna kluczowa korzyść społeczna. Jest nią radykalna poprawa warunków oszczędzania, poprzez dostarczenie gospodarstwom domowym instrumentów o znacznie wyższej stopie zwrotu niż depozyty bankowe (Wykres 15.). Z badania<sup>35</sup> opartego o doświadczenia z lat 1900-2015 wynika, że inwestycja w akcje przyniosła na świecie stopę zwrotu wyższą o 3,2\* pkt. proc. niż dały zarobić długoterminowe obligacje skarbowe. Różnica ta przekłada się na szybsze osiągnięcie celów oszczędnościowych, takich jak mieszkanie czy edukacja dzieci, jak również korzystniejszą formę zabezpieczenia emerytalnego. Dzięki giełdzie ryzykują oczywiście i zarabiają tylko ci, którzy chcą i mogą – osoby i instytucje o odpowiednio długim horyzoncie działania, by ryzyko opłaciło im się to z nawiązką. Choć idea wyłącznie bezpiecznego oszczędzania wydaje się z nazwy kusząca, w praktyce trzymanie środków tylko w obligacjach skarbowych i na depozytach w bankach oznacza powolny przyrost kapitału z narażeniem na utratę jego realnej wartości – czy to z powodu wzrostu inflacji, czy upowszechnienia się zjawiska ujemnych stóp procentowych. Lepszy stosunek wpłat do wypłat emerytalnych, możliwy do uzyskania dzięki giełdzie powoduje, że połowa aktywów funduszy emerytalnych trafia właśnie na giełdy (Wykres 16.).

\* Wyłączenie USA z próby obniża tę wartość do 2,8 pkt. proc.

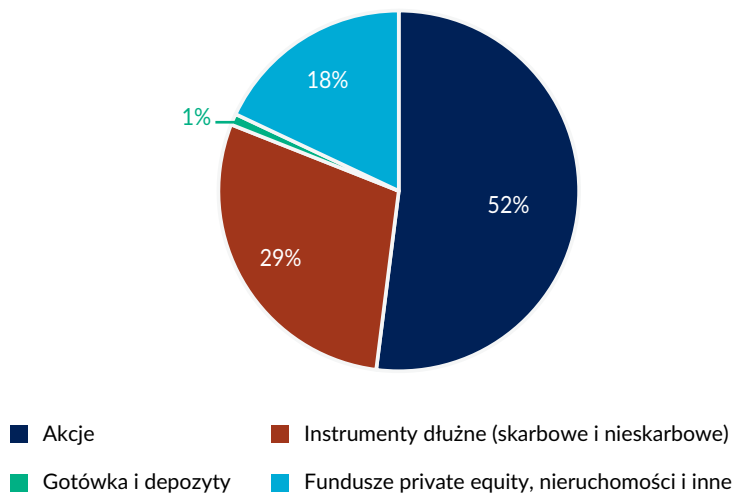


**Wykres 15.** Realne stopy zwrotu ze światowego portfela akcji w kolejnych dekadach XX wieku



Źródło: Credit Suisse

**Wykres 16.** Struktura portfela funduszy emerytalnych na świecie w 2012 roku



Źródło: OECD - Pension Markets in Focus 2013

# Giełda czyli giełda lokalna

## Korzyści z rynku lokalnego

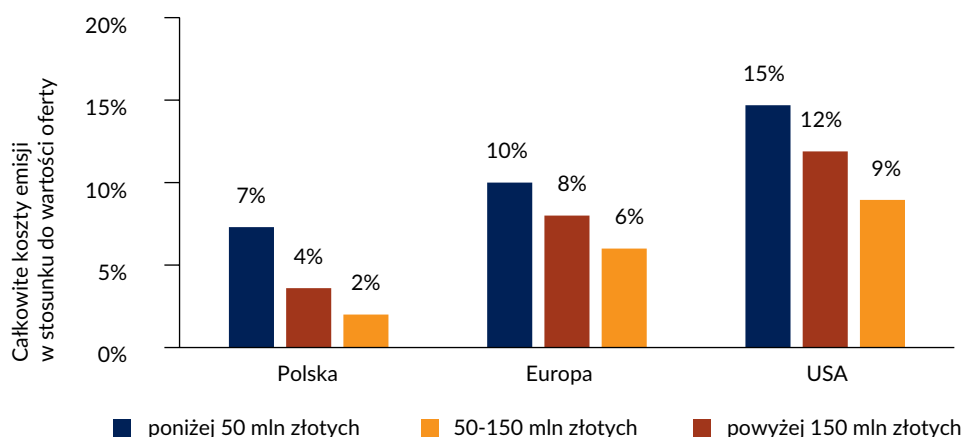
Zainteresowanie lokalnością giełd wynikało z obserwacji<sup>36</sup>, że 94% aktywów amerykańskich funduszy akcyjnych stanowiły spółki ze Stanów Zjednoczonych, podczas gdy udział USA w kapitalizacji światowych giełd wynosił 48%. Fenomen ten, występujący powszechnie także w innych krajach, określono mianem *home bias*. Jego implikacje są oczywiste – pełna realizacja korzyści z giełdy wymaga albo silnego lokalnego rynku kapitałowego, albo uplasowania się lokalnych spółek na rozwiniętych rynkach. Ta druga alternatywa jest jednak dla zdecydowanej większości polskich firm niemożliwa do zrealizowania.

Coval i Moskowitz<sup>37</sup> przedstawili zgłoszone dotąd wyjaśnienia dla zjawiska preferowania lokalnych aktywów. Początkowo hipotezy koncentrowały się wokół barier międzynarodowych związanych z przepływem kapitału, ryzykiem walutowym, różnicami w regulacjach i kulturze. Bariery te uległy na przestrzeni lat istotnemu zmniejszeniu, co jednak w niewielkim stopniu wpłynęło na dywersyfikację portfeli lokalnych funduszy inwestycyjnych. Przyczyną utrzymania się zjawiska *home bias* może być asymetria informacji między krajowymi i zagranicznymi inwestorami. Asymetria ta wynika między innymi z niższych kosztów dostępu do informacji zawartych w lokalnych mediach oraz większych możliwości dotarcia do pracowników, dostawców, zarządów i klientów lokalnych firm. Koszty te mają znaczenie nie tylko przy przekraczaniu granic państw narodowych, ale wiążą się z samą odległością geograficzną. Coval i Moskowitz pokazali, że fizyczna odległość ma bardzo istotne znaczenie w przypadku doboru spółek do portfela nawet w obrębie Stanów Zjednoczonych. Inni badacze<sup>38</sup> zauważyli, że ma ona wpływ na prognozy analityków dotyczące spółek. Wpływ ten jest tym większy, im bardziej lokalne jest portfolio produktów spółki i im niższy poziom regulacji w zakresie ujawniania informacji istotnych dla firmy. Na ważną rolę lokalnego przepływu informacji wskazują także inne prace. Lokalne warunki determinują dostępności kredytu bankowego<sup>39</sup> czy finansowania typu *venture capital*<sup>40</sup>. Podobne zjawisko ma miejsce wewnątrz samych firm – im dalej od kwatery głównej znajduje się oddział, tym gorsze są jego wyniki<sup>41</sup>.

Preferowanie krajowych przedsiębiorstw przez inwestorów w części tylko podyktowane jest więc subiektywnymi czynnikami, takimi jak strach przed nieznanym czy chęć, by inwestowane środki pozostały na miejscu. Lokalność ma znaczenie nie tylko dla inwestorów, ale również dla

notowanych spółek. Można dostrzec<sup>42</sup> szereg związków między geograficzną bliskością udziałowców a jakością zarządzania. Firmy z silnym udziałem lokalnych inwestorów są bardziej zyskowne i mają więcej niezależnych członków rady dyrektorów\*. Dyrektorzy zarządzający są mniej skłonni do nadmiernej ekspansji przedsiębiorstw za cenę spadku ich rentowności (*empire building*), nie unikając jednocześnie nadmiernie ryzyka. Spółki z dużym odsetkiem lokalnych właścicieli są mniej skłonne do stosowania niedozwolonych praktyk i rzadziej stają się obiektem pozwów zbiorowych. Lokalni inwestorzy częściej zgłaszają projekty uchwał na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy i w większym stopniu kontrolują wynagrodzenia dyrektorów, od których wymagają więcej, co przejawia się w częstszej zmianie na tym stanowisku. Tę samego efektu nie da się uzyskać poprzez podwójny listing. Choć dzięki pojawieniu się akcji spółki na zagranicznych, rozwiniętych rynkach, może poprawić się jej dostęp do finansowania, to standardy ładu korporacyjnego wcale się od tego nie podnoszą<sup>43</sup>. Większą skuteczność lokalnych właścicieli w realizowaniu funkcji nadzorczych można tłumaczyć nie tylko lepszym dostępem do informacji, ale również tym, że częste kontakty z członkami rady dyrektorów wytwarzają nieformalną presję na trzymanie się standardów etyki i ładu korporacyjnego.

**Wykres 17.** Koszty debiutu na głównych rynkach rozwiniętych w porównaniu i w Polsce w zależności od wielkości oferty



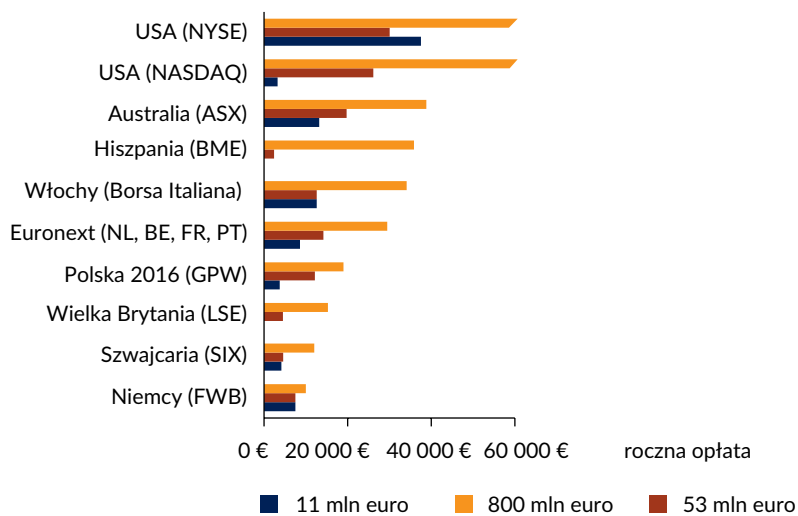
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: PWC<sup>44</sup>; Lee i in.<sup>45</sup>; European IPO Task Force<sup>46</sup>

W miarę oddalenia się spółek od lokalnych inwestorów maleją korzyści związane z rozwojem rynku kapitałowego, rosną także jego koszty. I to nie tylko te związane z osłabieniem kontroli właścicielskiej. Ma znaczenie również wymiar czysto finansowy. Jak pokazuje Wykres 17. debiuty na GPW są dla polskich spółek znacznie tańsze niż na rynkach rozwiniętych. Podobnie, choć nie do końca, ma się rzecz z opłatami, które spółki muszą uiszczać co roku na rzecz giełd. Dla spółek o kapitalizacji poniżej 11 mln, co odpowiada pierwszemu percentylowi rozkładu spółek według wielkości dla rynków rozwiniętych oraz dwudziestemu siódmemu w Polsce (Tabela 1.), opłaty na GPW są dwa-trzy razy niższe niż w Europie. W segmencie średnim, 53 mln euro kapitalizacji, co

\* W większości krajów na świecie spółki akcyjne nie mają zarządu i rady nadzorczej, lecz jeden organ zwany radą dyrektorów. Część dyrektorów z rady sprawuje funkcje zarządcze, a część kontrolne. Główną różnicą między tymi dwoma formami prawnymi jest to, że rada dyrektorów ściślej ze sobą współpracuje i spotyka się częściej. Ma to zaletę w postaci lepszego wykorzystania potencjału wszystkich członków rady, która opłacona jest spadkiem faktycznej niezależności wobec naczelnego dyrektora wykonawczego (CEO), na czym mogą cierpieć funkcje kontrolne. Polski dwustopniowy system wywodzi się z Niemiec, skąd wywędrował jeszcze m. in. do Austrii, Holandii (oraz jej kolonii), Szwajcarii, Danii oraz niedawno do Chin.

odpowiada przeciętnej spółce na rynkach rozwiniętych (mediana kapitalizacji spółek polskich to ok. 33 mln euro), warszawska giełda również wypada lepiej, ale niewiele już dzieli ją od światowej średniej opłat, przy czym wyraźnie tańsze okazują się być parkiety we Frankfurcie, Londynie i Zurychu. Dla spółek tej wielkości opłaty roczne nie są już znaczącym ciężarem, ważniejszy staje się koszt komunikacji z akcjonariuszami, który na rynkach zagranicznych jest istotnie wyższy, m.in. na skutek konieczności bieżącego angażowania tłumaczy czy bardziej kosztownych spotkań z inwestorami.

**Wykres 18.** Opłaty roczne na giełdach w Europie i na świecie dla trzech kategorii spółek w 2011 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: danych GPW oraz Lazzari <sup>47</sup>

**Tabela 1.** Rozkład spółek notowanych na GPW względem kapitalizacji w kwietniu 2016 roku

Kapitalizacja (euro)	Liczba spółek	Udział
Powyżej 800 mln	31	7%
Między 53 a 800 mln	135	31%
Między 11 a 53 mln	148	34%
Poniżej 11 mln	116	27%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW

Badania nad zjawiskiem *home bias* nie pozostawiają wiele nadziei krajom, które chciałyby korzystać z zalet finansowania za pośrednictwem rynku kapitałowego, a nie mają własnej dobrze rozwiniętej giełdy. Dla niewielkich spółek produkujących przede wszystkim lokalnie, korzyści

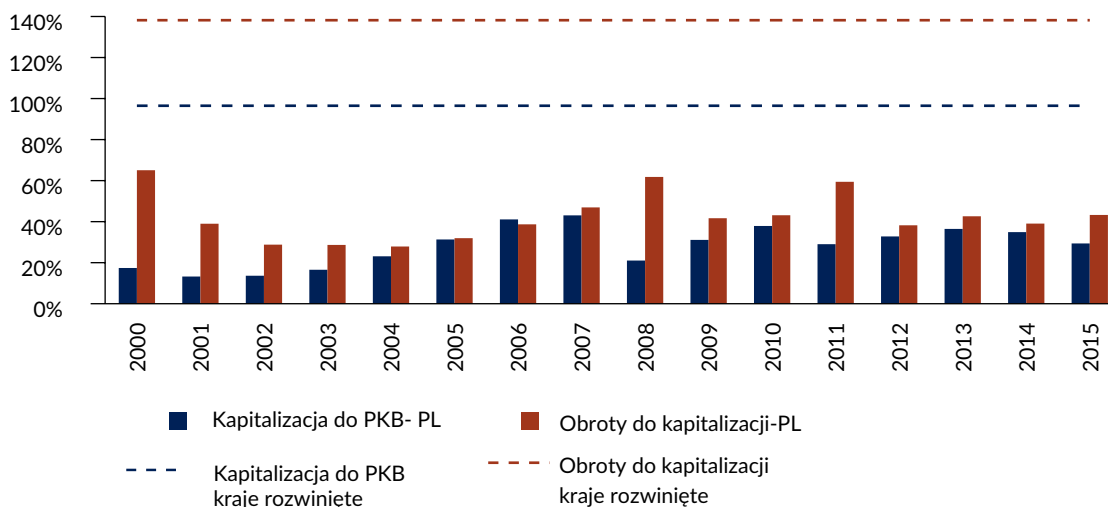
z globalizacji światowych giełd pozostają nieosiągalne ze względu na wysokie koszty obecności na zagranicznych parkietach i niewielkie zainteresowanie zagranicznych inwestorów. Także większość bardziej znaczących przedsiębiorstw nie skorzysta tyle, ile by mogło z zagranicznego debiutu, płacąc za obecność na giełdzie słabszym kontaktem z inwestorami i nasileniem konfliktu interesów. Jedynie największe spółki, gdyby potrafiły zachować najwyższe standardy w zakresie komunikacji, mają szansę na partnerskie relacje z zagranicznymi akcjonariuszami.

## Jak się ma polski rynek lokalny?

### Poryw i flauta

Zagrożenie, że polscy przedsiębiorcy przestają traktować warszawski rynek regulowany jako atrakcyjne źródło kapitału wydaje się odległe, wobec rosnącej z roku na rok liczby notowanych na GPW spółek czy deklaracji decydentów chwalebnych giełdę z okazji jej jubileuszu. Jednak bliższe przyjrzenie się kondycji polskiego parkietu w roku 2016 nie napawa optymizmem, zwłaszcza jeśli spojrzeć na wyraźnie rysujący się trend spadkowy. Zarówno kapitalizacja, jak i obroty w relacji do niej spadają (Wykres 19.) i nic nie zwiastuje zmiany tej tendencji – nominalne obroty w roku 2015 spadały co prawda wolniej od kapitalizacji, ale stało się tak przede wszystkim za sprawą gwałtownej przeceny wielu walorów notowanych na rynku. Lata 2010-2015 to także trudny okres dla inwestorów. Realne stopy zwrotu, uwzględniające zarówno inflację, jak i dywidendy, były ujemne, co stawia warszawską giełdę w ogonie Europy (Wykres 20.), zwłaszcza, że stało się tak w czasie bezprecedensowego boomu na światowych rynkach akcji oraz relatywnie szybkiego wzrostu polskiej gospodarki. Oceny tej nie zmienia nawet nieco dłuższa perspektywa czasowa. Licząc od początku XXI wieku wyniki GPW są nieco lepsze (Wykres 21.), jednak i tu widać, że Polskę przegoniło szereg krajów rozwiniętych, w których teoretycznie tak premia za ryzyko, jak wzrost gospodarczy są niższe, a więc, na których zwrot z inwestycji powinien być także mniejszy. Daje o sobie znać także względny niedorozwój rynku obligacji, choć pod tym względem sytuacja ostatnio się poprawiła (Wykres 24.).

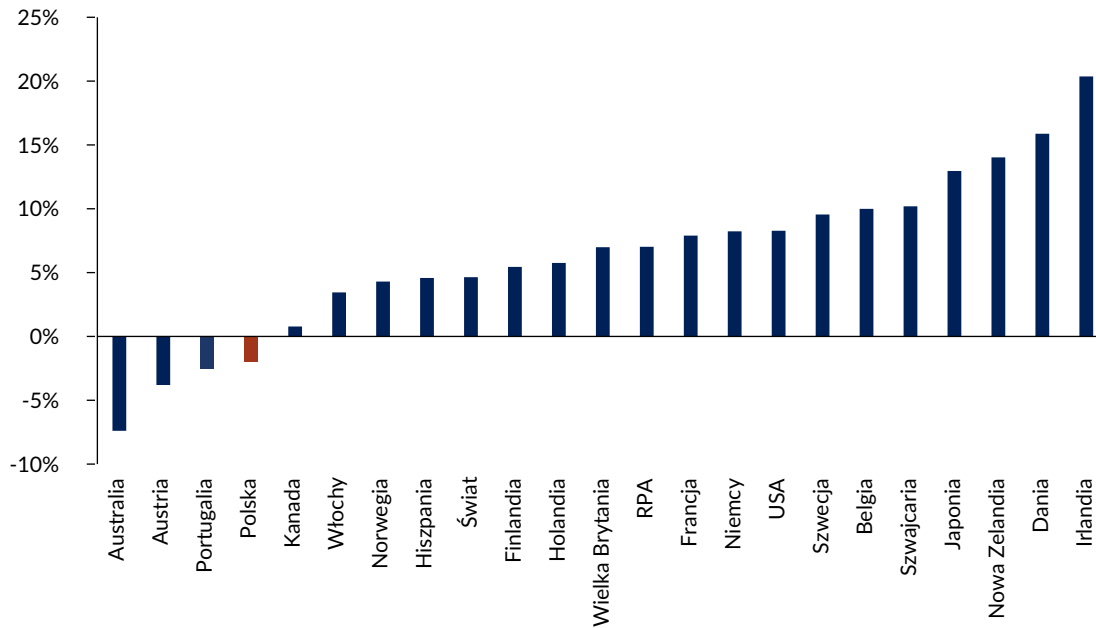
**Wykres 19.** Kapitalizacja i obroty na GPW i na rynkach krajów rozwiniętych w latach 2000-2015



Źródło: GPW, Bank Światowy

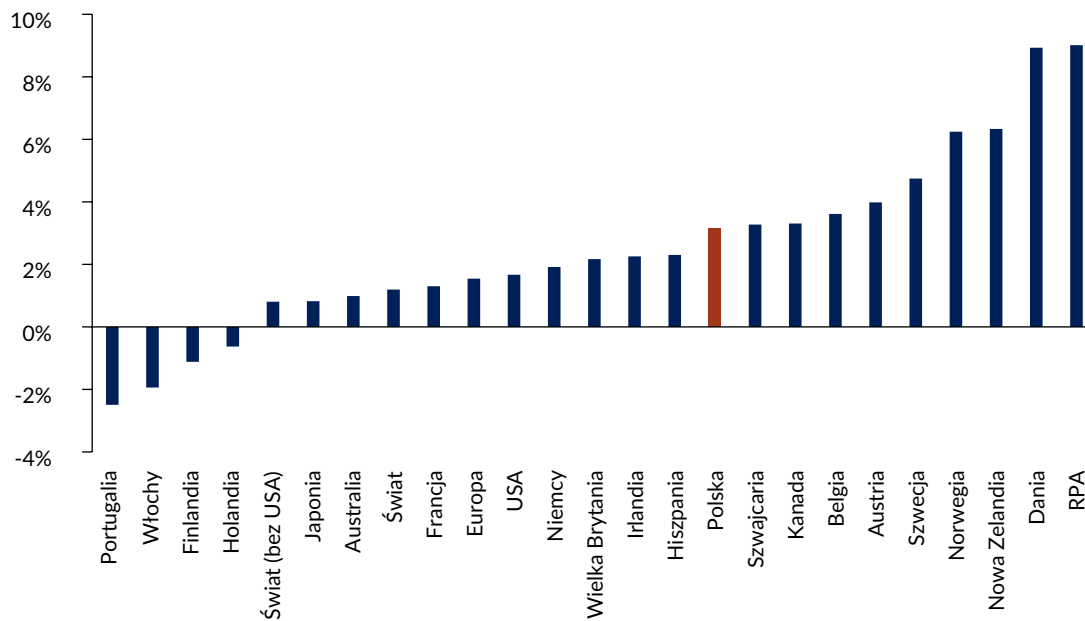
Choć pod względem obrotów i kapitalizacji warszawska giełda istotnie odbiega od rynków rozwiniętych, to sam udział finansowania pozabankowego w finansowaniu zewnętrznym ogółem jest u nas relatywnie wysoki (Wykres 22.). Ten stan rzeczy może stanowić dobry punkt wyjścia na przyszłość, ale nie gwarantuje naszej giełdzie i przez to naszej gospodarce sukcesu. Jest ku temu szereg powodów. Po pierwsze, dystans wobec liderów cały czas jest znaczący – wysoko rozwinięte i nadal szybko rozwijające się kraje notują poziom wskaźnika wynoszący ok. 50%. Wyjątków trzeba szukać pośród małych krajów (Irlandia, Belgia, Holandia, Austria), które mogą łatwiej korzystać z rynków kapitałowych bliskich geograficznie i kulturowo sąsiadów (odpowiednio: Wielka Brytania, Francja i dwukrotnie Niemcy). Po drugie, jak wspomiano wcześniej, europejscy liderzy patrzą na drugą stronę Atlantyku – dla nich punktem odniesienia są USA, do których wszyscy, nawet Wielka Brytania, mają ogromny dystans. Po trzecie z punktu widzenia kraju, który wciąż nie osiągnął jeszcze 50% produktywności Stanów Zjednoczonych i który ma ambicję doganiać kraje najlepiej rozwinięte m. in. dzięki wyższej stopie inwestycji wyzwanie stanowi już samo utrzymanie finansowania poza bankowego na poziomie ok. 40%. Wynik ten na razie Polska zawdzięcza bowiem tyleż rozwojowi GPW, co relatywnie słabo rozwiniętemu sektorowi bankowemu.

**Wykres 20.** Realna stopa zwrotu w skali roku na czołowych rynkach rozwiniętych oraz w Polsce w latach 2011-2015 (z uwzględnieniem dywidend)



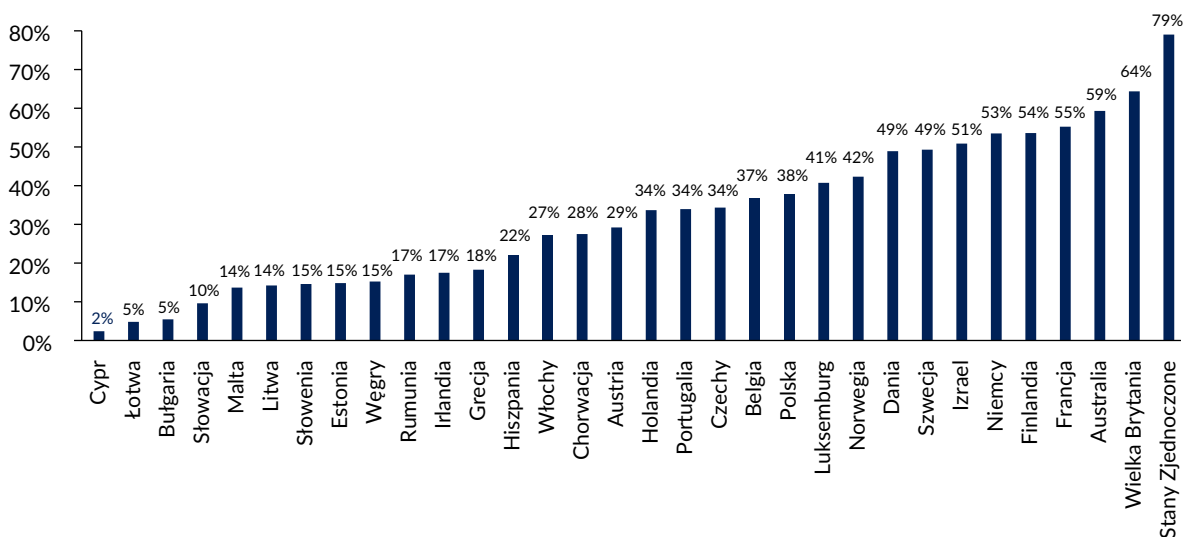
Źródło: Credit Suisse, GPW, GUS

**Wykres 21.** Realna stopa zwrotu w skali roku na czołowych rynkach rozwiniętych oraz w Polsce w latach 2000-2015 (z uwzględnieniem dywidend)



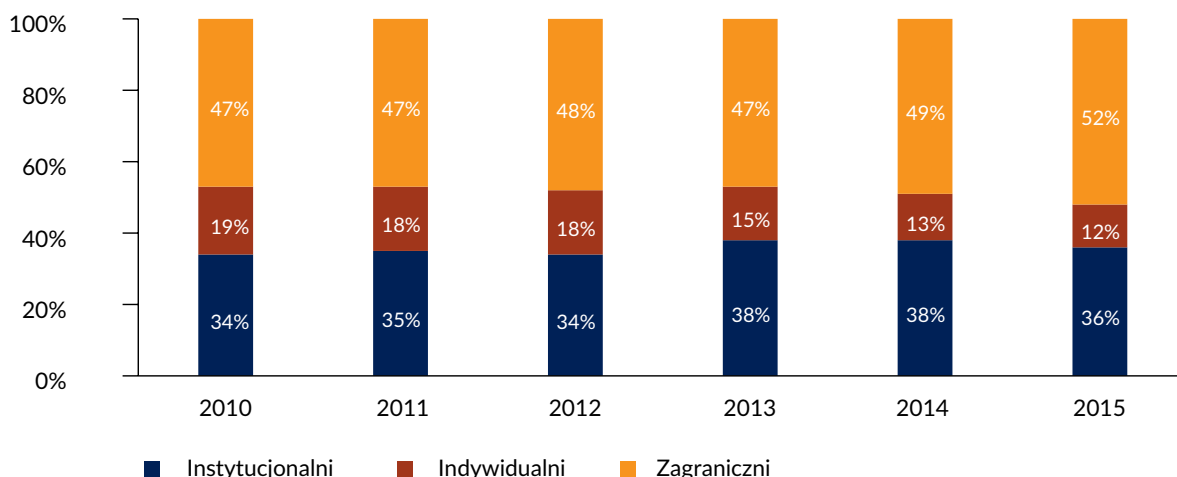
Źródło: Credit Suisse, GPW, GUS

**Wykres 22.** Udział finansowania przez rynek w krajach rozwiniętych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i OECD

**Wykres 23.** Udziały poszczególnych grup inwestorów w obrotach na GPW



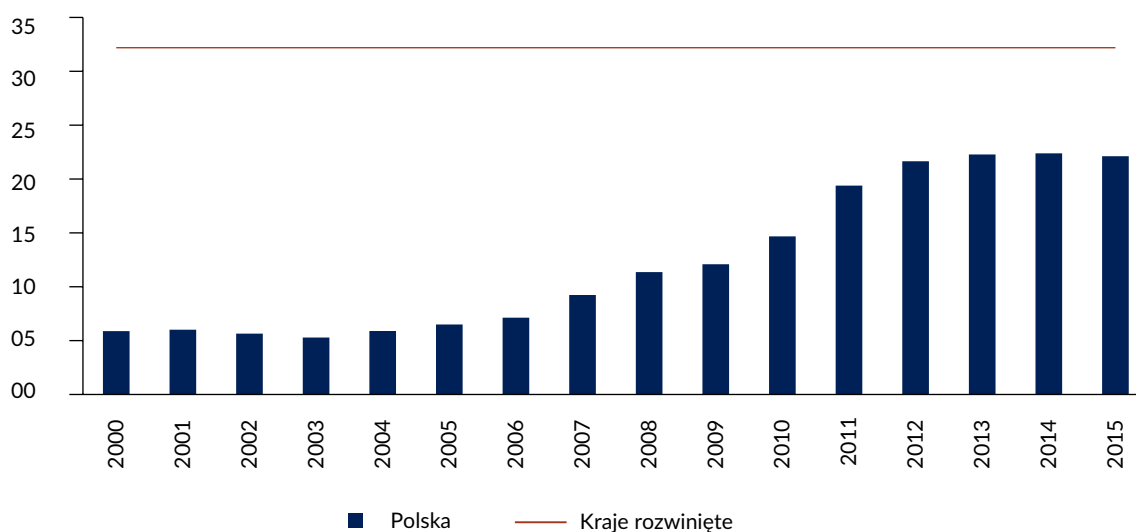
Źródło: GPW

Cieniem na rozwoju polskiego rynku kapitałowego w ostatnich latach położyło się kilka czynników. Na pierwszym miejscu wspomnieć trzeba zmiany w systemie emerytalnym, w wyniku których napływ środków OFE na giełdę wyraźnie zmalał, wzrosła zaś niepewność co do przyszłości wielu spółek notowanych na parkiecie. Ponadto narastały wewnętrzne bolączki GPW, z którymi nie potrafiła ona sobie poradzić od początku swojego powstania. Do nierozwiązanych problemów należy przede wszystkim brak stabilnej bazy inwestorów krajowych, którzy z jednej strony mniej chętnie niż u naszych zachodnich sąsiadów powierzają swoje oszczędności rynkowi kapitałowemu, a z drugiej – coraz śmielej spoglądają na rynki zagraniczne. GPW nie zdołała zdobyć wystarczającego dużo zaufania ani drobnych ciułaczy, ani osób dysponujących większymi kapitałami, którzy mogliby ją traktować jako wehikuł umożliwiający zarówno wyjście z już dokonanych inwestycji, jak i źródło znajdowania nowych, interesujących projektów. Inwestorów zarówno krajowych, jak i zagranicznych zniechęca m.in. niska jakość debiutów, będąca problemem szczególnie na rynku New Connect, który po ośmiu latach istnienia odnotował stopą zwrotu



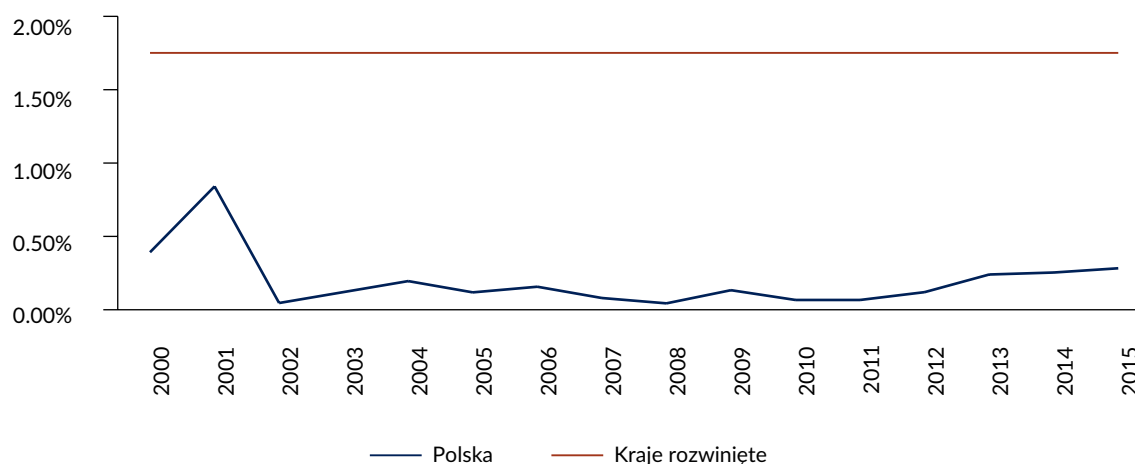
na poziomie -70%. Na rynku głównym sytuacja pod tym względem jest lepsza, jednak wysoka 12. lokata Polski na świecie pod względem liczby spółek publicznych na mieszkańca rodzi pytanie, czy liczba ta nie rośnie kosztem przestrzegania standardów korporacyjnych. Zwłaszcza, że wiele notowanych spółek nadal ma w swojej strukturze dominującego właściciela, a standardy zarządzania i nadzoru są w nich wyraźnie niższe niż te jakich przestrzegają typowe przedsiębiorstwa z rynków rozwiniętych. To samo można powiedzieć o wątpliwościach co do jakości kontaktów spółek z akcjonariuszami, w tym sposobu podawania przez nie kluczowych informacji biznesowych.

**Wykres 24.** Liczba spółek publicznych (na mln. mieszkańców) notowanych na GPW oraz na rynkach rozwiniętych w latach 2000-2015



Źródło: GPW, GUS, Catalyst, Bank Światowy

**Wykres 25.** Wartość nowych emisji obligacji prywatnych (w proc. PKB) na GPW oraz na rynkach krajów rozwiniętych w latach 2000-2015



Źródło: GPW

Odrębnym, lecz bardzo ważnym problemem głównego rynku GPW są częste, nie zawsze prze-myślane zmiany regulacyjne dotyczące tak samego rynku, jak i poszczególnych branż, na których działają notowane na nim spółki. Podnosi to znacząco ryzyko inwestycyjne, szkodzi wizerunkowi całej giełdy i zwiększa premię jakiej oczekują inwestorzy za swoje zaangażowanie. Wielu uczestników rynku skarży się także na jakość działania instytucji nadzoru, który, podobnie jak wiele polskich instytucji publicznych, przejawia niekiedy tendencje do działania w sposób nadmiernie biurokratyczny w niewielkim stopniu przystających do rzeczywistych wyzwań, przed jakimi stoi rynek. Osobnym problemem jest sądownictwo, które niestety nie może poszczycić się wieloma przykładami sprawności w karaniu oszustów finansowych czy działających na szkodę spółek managerów.

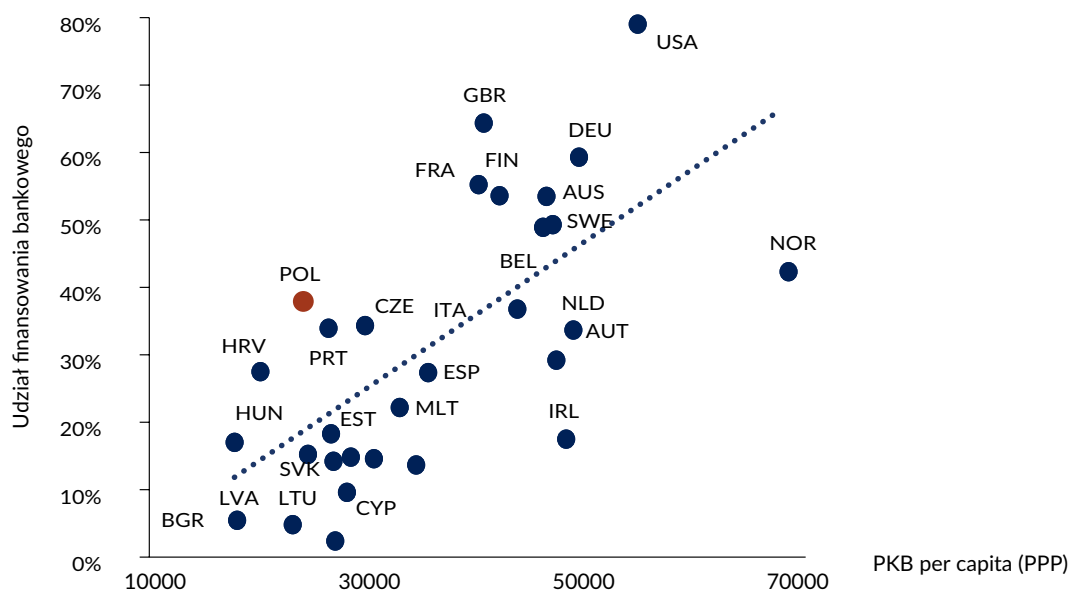
Słabość GPW powoduje, że inwestorzy zaczynają „głosować nogami” – z roku na rok rośnie zaangażowanie krajowego kapitału za granicą. Wobec rozczarowujących stóp zwrotu, słabnącej złotówki, która podnosi wyniki inwestowania na rynkach zagranicznych oraz szerokiej palety instrumentów, dostępnych m. in. na platformach CFD, drobni inwestorzy indywidualni tracą zainteresowanie parkietem w Warszawie. Jak pokazuje Wykres 25., ich udział w obrotach był w 2015 roku dużo niższy niż we wcześniejszych latach. Podobne zachowanie można obserwować w przypadku funduszy inwestycyjnych. Odsetek akcji zagranicznych znajdujących w aktywach funduszy akcyjnych zarządzanych przez krajowe TFI systematycznie rośnie, sięgając obecnie ok. 25%. Nie inaczej jest w przypadku OFE, które jeszcze pod koniec 2011 roku posiadały zaledwie 0,5% aktywów za granicą, a na koniec 2015 roku już 8%. Odpływ kapitału krajowego z GPW prowadzi do dalszego wzrostu udziału w rynku inwestorów zagranicznych, a więc grupy znacznie mniej stabilnej i charakteryzującej się krótszym horyzontem inwestycyjnym, której dominacja jeszcze bardziej zmniejsza rangę GPW wśród giełd światowych, pośrednio znacząco utrudniając działanie także innych segmentów rynku kapitałowego, takich jak fundusze *private equity* czy *venture capital*.

## Kondycja GPW a perspektywy wzrostu gospodarczego

Wymienione problemy nie wyczerpują listy bolączek GPW i – szerzej – całego polskiego rynku kapitałowego. Nie ulega jednak wątpliwości, że znalazł się on w kryzysie. Jego znaczenie gospodarcze może na trwałe pozostać daleko poniżej tego, jakie rynki kapitałowe, w tym giełdy papierów wartościowych, odgrywają w gospodarkach wysoko rozwiniętych. Jednocześnie warszawska giełda jest, na tle najlepiej rozwiniętych rynków Europy, Ameryki i Azji, ciągle tylko rynkiem średniej wielkości, a dla polskiej gospodarki ma porównywalne znaczenie, jak rynek krajowy dla Meksyku. Oznacza to, że jej potencjał wzrostu jest nadal bardzo duży, jednak nie ma pewności, czy zostanie on wykorzystany. Naszym zdaniem bez rewizji dotychczasowej polityki regulacyjnej i praktyki instytucjonalnej, przemyślanych reform strukturalnych oraz mozolnej odbudowy zaufania społeczeństwa i przedsiębiorców do giełdy, stopniowa erozja dorobku lat 1993-2010 jest nieuchronna. Kontynuacja tego, już rysującego się kursu, grozi marginalizacją GPW – powrotem do roli, jaką pełniła ona w gospodarce przed kilkunastoma laty i jaką pełni dziś na Litwie, w Czechach, na Słowacji czy na Węgrzech. Proces ten nie będzie obojętny dla całej gospodarki. To, jak poradzimy sobie z tą swoistą „pułapką średniego rozwoju” rynku kapitałowego, będzie miało kluczowe znaczenie dla perspektywy wzrostu gospodarczego w najbliższych dwóch dekadach.

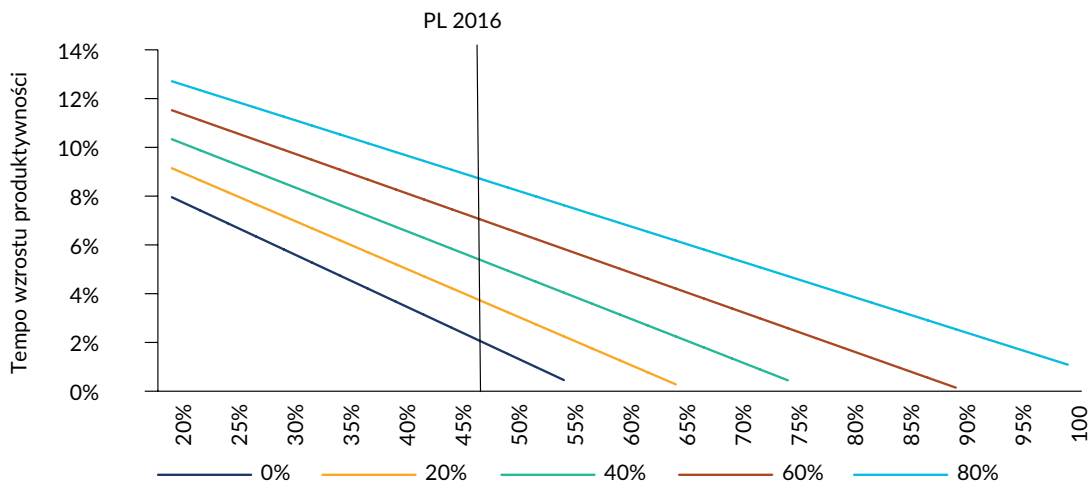
By nabrać intuicji co do tego, jakie byłyby skutki zejścia z obranej w 1991 roku drogi budowy silnego, krajowego rynku kapitałowego, skonstruowaliśmy prosty model ekonometryczny, wiążący ze sobą relatywny poziom produktywności pracy ze zmiennymi mierzącymi siłę rynku kapitałowego w gospodarce (Ramka 10). Jest on rozwinięciem statystycznej prawidłowości, zgodnie z którą korelacja między poziomem rozwoju gospodarczego a udziałem finansowania pozabankowego w krajach OECD jest wyraźnie dodatnia (Wykres 26.). Model wskazuje na statystycznie i ekonomicznie istotny wpływ rynku kapitałowego na wzrost produktywności. Potwierdza to pośrednio hipotezę Rajana i Zingalesa – w miarę jak kraj staje się coraz bogatszy, rynek kapitałowy jest coraz istotniejszy. Na początku drogi rozwojowej różnice w prognozowanym przez model tempie wzrostu produktywności nie są duże, lecz w miarę jak konwergencja postępuje, okazują się kluczowe (Wykres 27).

**Wykres 26.** Udział finansowania pozabankowego a poziom rozwoju gospodarczego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, OECD i Conference Board.

**Wykres 27.** Tempo wzrostu produktywności w zależności od jej wyjściowego poziomu oraz rozwoju finansowania pozabankowego



Źródło: Opracowanie własne

**Ramka 10. Opis ekonometrycznego modelu wzrostu uwzględniającego rynek kapitałowy.**

Model oszacowano na danych Eurostatu i OECD obejmujących 32 kraje w latach 1989-2016. Zmienną objaśnianą było pięcioletnie tempo wzrostu produktywności (w dolarach PPP na godzinę pracy – źródło: Conference Board) począwszy od 1994 roku (ostatnia „pięciolatka” obejmowała tylko lata 2013-2016, a więc jeden rok prognozy). Zmienne objaśniające były trzy: poziom produktywności względem USA w roku poprzedzającym „pięciolatkę”, średni udział finansowania pozabankowego w poprzednich pięciu latach oraz iloczyn wymienionych dwóch zmiennych. Oprócz tego wprowadzono zerojedynkowe zmienne, odpowiadające za efekty poszczególnych „pięciolatek” oraz dokonano estymacji parametrów metodą panelową z efektami stałymi, by uwzględnić specyfikę poszczególnych krajów. Wyniki prezentuje Tabela 2. Trzema i dwiema gwiazdkami zaznaczono poziom istotności parametrów na poziomie odpowiednio 1% i 5%.

**Tabela 2. Wyniki estymacji modelu ekonometrycznego**

Zmienna	Parametr
Produktywność względem USA	-0,21***
Finansowanie niebankowe	0,042**
Iloczyn (produktywność, finansowanie)	0,086***
R <sup>2</sup> (within/between)	0,65/0,39

Źródło: Opracowanie własne

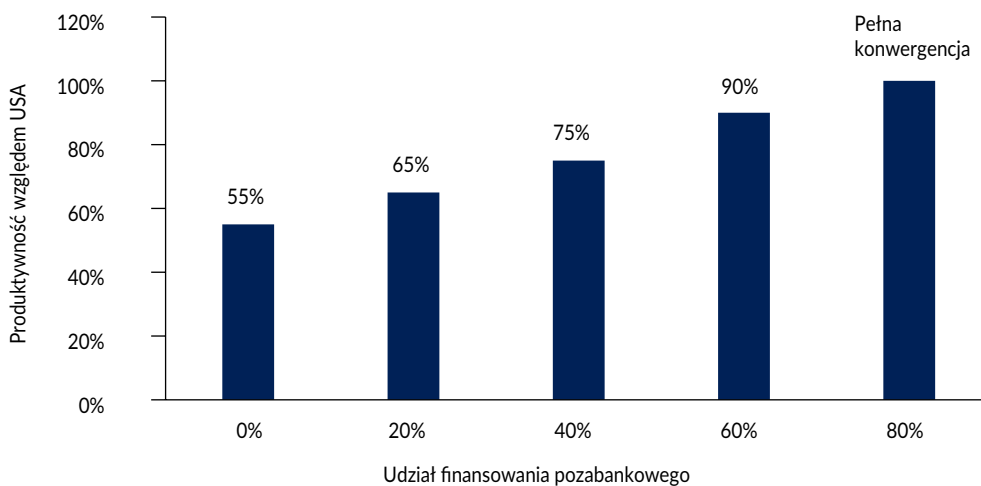
Liniowość modelu pozwala na naturalną interpretację parametrów – wzrost udziału finansowania niebankowego o 10 pkt. proc. powoduje, że produktywność rośnie szybciej o 0,42 pkt. proc. Na skutek zmiennej będącej iloczynem, obserwujemy dodatkowy wzrost produktywności na skutek synergii między poziomem produktywności a rozwojem rynku. Przykładowo, gdy kraj cieszy się produktywnością na poziomie 50% USA, wzrost udziału finansowania niebankowego o 10 pkt. proc. powoduje, że produktywność rośnie dodatkowo szybciej o 0,43 pkt. proc. Łączny efekt dla takiego kraju to 0,85 pkt. proc. dodatkowego rocznego wzrostu w ciągu kolejnych pięciu lat.

Źródło: Opracowanie własne

Postępując się modelem jako narzędziem ilościowym, można wyznaczyć maksymalny poziom rozwoju gospodarczego, który można uzyskać przy danym udziale finansowania poza bankowego krajowych przedsiębiorstw (Wykres 28.). Wielkość tę należy traktować orientacyjnie – wskazuje ona przybliżony pułap relatywnej produktywności, na jaki (przy innych czynnikach stałych) może liczyć kraj dysponujący rynkiem kapitałowym o danej głębokości. Interpretacja ekonomiczna jest przy tym intuicyjna – im bardziej jest on rozwinięty w danym kraju, tym łatwiejsze jest finansowanie przedsięwzięć mniej szablonowych, lecz bardziej ryzykownych. Pozwala to w większym stopniu zmniejszyć dystans w sektorach przechodzących najszybszą zmianę technologiczną w danym okresie rozwoju cywilizacyjnego, a tym samym szybciej podnosić produktywność pracy czerpiąc rentę monopolistyczną z branż najbardziej technicznie zaawansowanych. Zgodnie z tym przybliżonym szacunkiem, utrzymanie dzisiejszego poziomu rozwoju rynku kapitałowego

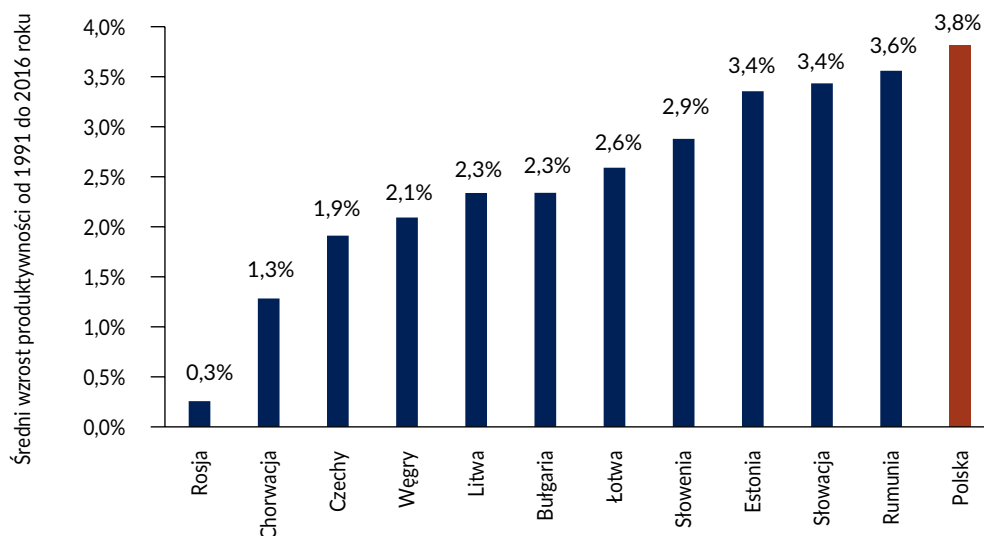
(40% finansowania inwestycji firm), ogranicza maksymalny pułap wzrostu produktywności pracy na poziomie 75% USA, czyli wartości odpowiadającej dzisiejszej pozycji Hiszpanii czy Włoch. Dogonienie Europejskich liderów takich jak Niemcy czy Francja wymagałoby podniesienia udziału finansowania poza bankowego do poziomu ok. 60%. Wydaje się, że w ostatnim ćwierćwieczu (Wykres 29.) Polska zdystansowała kraje regionu pod względem wzrostu produktywności, m. in. właśnie dzięki temu, że jako jedyna bardzo szybko zbudowała silny lokalny rynek kapitałowy. Umożliwiło to szybszy rozwój firm krajowych i zmniejszyło uzależnienie wyników ogólnogospodarczych od bezpośrednich inwestycji zagranicznych w wybranych branżach gospodarki. Model rozwoju Polski był więc, wbrew rozpowszechnionej opinii, wyraźnie bardziej zrównoważony od modelu rozwoju Słowacji czy Estonii, w których do budowy silnych, lokalnych, rynków kapitałowych nie doszło.

**Wykres 28.** Maksymalny poziom konwergencji produktywności względem USA w zależności od rozwoju finansowania pozabankowego



Źródło: Opracowanie własne

**Wykres 29.** Tempo wzrostu produktywności w Polsce i innych krajach regionu w latach 1991-2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Zaprezentowany model jest uproszczeniem rzeczywistości, bowiem czynników wpływających na wzrost gospodarczy nie można sprowadzić ani do rynku kapitałowego, ani do giełdy<sup>48</sup>. Teoretycznie możliwe jest, by kraj posiadający dobre instytucje, świetne uniwersytety i znakomitą oświatę powszechną oraz mądre regulacje gospodarcze osiągnął poziom rozwoju bliski USA czy Niemiec bez lokalnej giełdy. W praktyce jednak jest to bardzo trudne, ponieważ wiąże się z tym konieczność importu kluczowych nowinek technicznych, kompetencji i kapitału produkcyjnego z zagranicy. Tę opcję rozwoju wybrała np. Irlandia, której niewątpliwy sukces ekonomiczny lat 1990-2010 w dużej mierze opierał się – oprócz znacznie lepszych niż polskie instytucji – na imporcie know-how, kapitału i innowacji z USA za pośrednictwem międzynarodowych konglomeratów gospodarczych. W efekcie tego procesu produkt narodowy brutto (GNI) Irlandii ustępuje dziś znacząco produktowi krajowemu brutto (PKB), a kraj musi opierać swoją atrakcyjność inwestycyjną m.in. na agresywnej konkurencji podatkowej.

## Co dalej?

Poryw, który niósł polską giełdę, a wraz z nią polską gospodarkę w latach 1991-2010, niestety cichnie. Ostatnie pięć lat jest tego gorzkim dowodem. Flauta, która dotknęła GPW nie jest przypadkiem odosobnionym. Podobne zjawisko spotkało na przykład Grecję i Węgry, które kilkanaście lat temu miały rynki zdecydowanie istotniejsze dla gospodarki niż w przypadku polskiego rynku (Wykres 30.). Na obu tych rynkach doszło do serii niekorzystnych zjawisk, będących w dużej mierze analogią do tych, jakich w ostatnim czasie doświadczyła GPW (m.in. likwidacja węgierskich funduszy emerytalnych). Szacujemy, że gdyby polska giełda podążyła w przyszłości dalej tą „południową ścieżką”, a udział finansowania pozabankowego spadł w kraju o jedną trzecią, nasze tempo wzrostu gospodarczego mocno by ucierpiało (Tabela 3.). W takiej sytuacji oczekivalibyśmy w perspektywie roku 2036 utraty około 6% poziomu zamożności, tj. około jednej trzeciej dystansu, jaki dzieli obecnie Grecję od Hiszpanii. Z drugiej strony, dogłębne przemyślenie przyczyn obecnego kryzysu oraz przeprowadzenie konsekwentnego planu ożywienia polskiego rynku kapitałowego – tak by jego rola w gospodarce wzrosła do tej obserwowanej obecnie w Niemczech czy w Szwecji, daje szansę na łączny, dodatkowy wzrost PKB w latach 2016-2036 nawet o 5 pkt. proc. Podążenie drogą krajów anglosaskich i stworzenie z GPW kluczowego rynku Europejskiego na wschód od Odry mogłoby polskiej gospodarce dać dodatkowy impuls wzrostowy – na przestrzeni nadchodzącego dwudziestolecia nawet rzędu 10%.

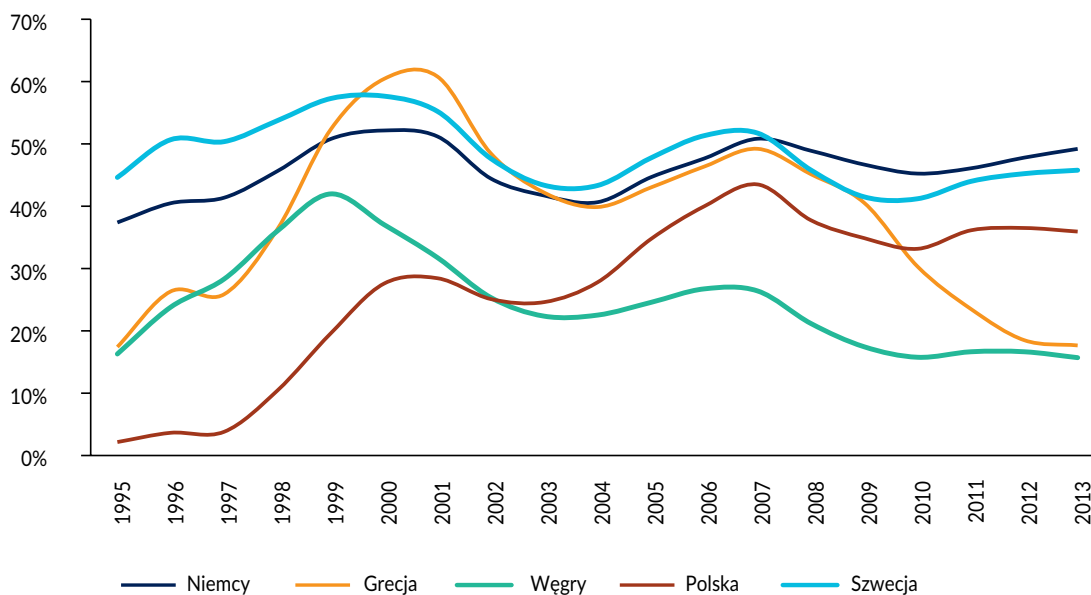
**Tabela 3.** Wpływ giełdy na wzrost gospodarczy w latach 2016-2036 w zależności od jej docelowego poziomu rozwoju mierzonego udziałem finansowania pozabankowego

	Docelowy udział finansowania pozabankowego	Dodatkowy spadek/wzrost poziomu PKB
Wariant grecko-węgierski	24%	- 6%
Wariant status quo	38%	-
Wariant szwedzko-niemiecki	50%	+5%
Wariant anglosaski	70%	+10%

Źródło: Opracowanie własne

Poprawa pozycji GPW nie nastąpi jednak samoczynnie. Konieczność szybkiego przeciwdziałania zarysowanym przez nas trendom nie oznacza jednak konieczności działania w pośpiechu i bez namysłu. Wręcz przeciwnie – wypracowanie racjonalnych ekonomicznie, instytucjonalnie implementowalnych oraz akceptowalnych politycznie rozwiązań wymaga pogłębionej analizy problemów, z którymi zmagają się GPW i cały polski rynek kapitałowy. Wiedza potrzebna decydom do przezwyciężenia obecnego kryzysu jest dostępna, jednak dotąd pozostaje zbyt rozproszona, by można z niej było efektywnie skorzystać. Podjęty przez WiseEuropa projekt „Rynek Kapitałowy 25+” ma ambicję to zmienić, wychodząc naprzeciw potrzebie zgromadzenia w jednym miejscu wiedzy pochodzącej z trzech równie ważnych źródeł. Po pierwsze – z literatury przedmiotu, a więc z prac badawczych, dokumentów strategicznych i analiz branżowych. Po drugie – od krajowych ekspertów, specjalistów z zakresu rynku kapitałowego. Po trzecie – od uczestników rynku, a więc inwestorów i przedsiębiorców zmagających się na co dzień z blaskami i cieniami warszawskiego rynku. Uważamy, że dopiero połączenie tych trzech perspektyw pozwoli na wypracowanie strategii wyjścia z grożącej GPW pułapki średniego rozwoju.

**Wykres 30.** Udział finansowania pozabankowego (trzyletnia średnia ruchoma) w Polsce i w wybranych krajach UE



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

# Literatura

Adamczyk, Cezary. „W ubiegłym roku obniżyły się koszty emisji”. *Parkiet*, 24 stycznia 2011. <http://www.parkiet.com/artykul/1010912.html>.

Aghion, Philippe, Peter Howitt, i David Mayer-Foulkes. „The effect of financial development on convergence: Theory and evidence”. National Bureau of Economic Research, 2004. <http://www.nber.org/papers/w10358>.

Allen, Franklin. „Stock markets and resource allocation”. *Capital markets and financial intermediation*, 1995, 81.

Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, i Ugo Panizza. „Too much finance?”, 2012. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2127541](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2127541).

Bae, Kee-Hong, René M. Stulz, i Hongping Tan. „Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts”. *Journal of Financial Economics* 88, nr 3 (2008): 581–606.

Bagehot, Walter. *Lombard Street: A description of the money market*. August 2003. Project Gutenberg, 1873.

Beck, Thorsten, Berrak Büyükkarabacak, Felix K. Rioja, i Neven T. Valev. „Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries”. *The B.E. Journal of Macroeconomics* 12, nr 1 (2012). doi:10.1515/1935-1690.2262.

Beck, Thorsten, Hans Degryse, i Christiane Kneer. „Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems”. *Journal of Financial Stability, Finance, growth, and stability* Lessons from the crisis, 10 (Luty 2014): 50–64. doi:10.1016/j.jfs.2013.03.005.

Beck, Thorsten, ASLI Demirgüç-Kunt, i Vojislav Maksimovic. „Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?” *The Journal of Finance* 60, nr 1 (2005): 137–177.

Bernanke, Ben S. *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA, 1983. <http://www.nber.org/papers/w1054>.

Boyd, John H., i Bruce D. Smith. „The evolution of debt and equity markets in economic development”. *Economic Theory* 12, nr 3 (1998): 519–560.

Brown, James R., Gustav Martinsson, i Bruce C. Petersen. „Law, stock markets, and innovation”. *The Journal of Finance* 68, nr 4 (2013): 1517–1549.

Bukowski, Maciej, Maciej Bitner, Krzysztof Roman, Agata Gierczak, Piotr Szczerba, Aleksander Śniegocki, Wojciech Białożyty, Piotr Koryś, i Jakub Miśtak. *Zatrudnienie w Polsce 2014. Praca czasu innowacji*. Warszawa: Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, 2015.

Carlin, Wendy, i Colin Mayer. „Finance, investment, and growth”. *Journal of financial Economics* 69, nr 1 (2003): 191–226.

Cecchetti, Stephen G., i Enisse Kharroubi. „Reassessing the impact of finance on growth”, 2012. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2117753](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2117753).

Chhaochharia, Vidhi, Alok Kumar, i Alexandra Niessen-Ruenzi. „Local investors and corporate governance”. *Journal of Accounting and Economics* 54, nr 1 (2012): 42–67.

Coval, Joshua D., i Tobias J. Moskowitz. „Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios”. *The Journal of Finance* 54, nr 6 (1999): 2045–2073.

Credit Suisse. „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016”, 2 wrzesień 2016.

Degryse, Hans, i Steven Ongena. „Distance, lending relationships, and competition”. *The Journal of Finance* 60, nr 1 (2005): 231–266.

Demirgüç-Kunt, Asli, Erik Feyen, i Ross Levine. „The evolving importance of banks and securities markets”.



*The World Bank Economic Review*, 2012, lhs022.

Demirgüç-Kunt, Asli, i Vojislav Maksimovic. „Law, Finance, and Firm Growth”. *The Journal of Finance* 53, nr 6 (Grudzie 1998): 2107–37. doi:10.1111/0022-1082.00084.

Dittmar, Amy, i Anjan Thakor. „Why Do Firms Issue Equity?” *The Journal of Finance* 62, nr 1 (Luty 2007): 1–54. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01200.x.

European IPO Task Force. „Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets”. EuropeanIssuers, the European Private Equity & Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges., 23 marzec 2015.

„FRB: E.2 Release--Survey of Terms of Business Lending--Current Release”. Udostępniono 13 czerwiec 2016. <http://www.federalreserve.gov/releases/e2/current/default.htm#fn1>.

French, Kenneth R., i James M. Poterba. „Investor diversification and international equity markets”. National Bureau of Economic Research, 1991. <http://www.nber.org/papers/w3609>.

Gozzi, Juan Carlos, Ross Levine, i Sergio L. Schmukler. „Internationalization and the evolution of corporate valuation”. *Journal of Financial Economics* 88, nr 3 (2008): 607–632.

Grjebine, Thomas, Urszula Szczerbowicz, Fabien Tripier, i others. „Corporate debt structure and economic recoveries”. *Document de travail du CEPII*, nr 2014–19 (2014). [https://economix.fr/pdf/seminaires/crise/Bond\\_substitution\\_Nanterre.pdf](https://economix.fr/pdf/seminaires/crise/Bond_substitution_Nanterre.pdf).

Guiso, Luigi, Paola Sapienza, i Luigi Zingales. *Does local financial development matter?* Springer, 2009. [http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-7908-2112-3\\_3](http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-7908-2112-3_3).

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, i David Scharfstein. „Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups”. *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 33–60.

Kalnins, Arturs, i Francine Lafontaine. „Too far away? The effect of distance to headquarters on business establishment performance”. *American Economic Journal: Microeconomics* 5, nr 3 (2013): 157–179.

Kaserer, C., i M. S. Rapp. „Capital Markets and Economic Growth: Long Term Trends and Policy Challenges”. *The Alternative Investment Management Association Research Report*, 2014, 1–88.

KE. „Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.” Brussels: European Commission, 30 wrzesień 2015.

— — —. „COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union”. Komisja Europejska, 2015.

— — —. „Economic Analysis Accompanying the document « Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions»”. Brussels: European Commission, 30 wrzesień 2015.

— — —. „ZIELONA KSIĘGA Tworzenie unii rynków kapitałowych”. Komisja Europejska, 2015.

King, Robert G., i Ross Levine. „Finance and growth: Schumpeter might be right”. *The quarterly journal of economics*, 1993, 717–737.

Law, Siong Hook, i Nirvikar Singh. „Does too much finance harm economic growth?” *Journal of Banking & Finance* 41 (2014): 36–44.

Lazzari, Valter. „Which business model for stock exchanges? Cost and quality of listing services”. W *Trends in the European securities industry and the implications for the Italian financial community*, 9–29. Milano: Atti del Convegno di Emittenti Titoli, 2011. [www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3718](http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3718).

Lee, Inmoo, Scott Lochhead, Jay Ritter, i Quanshui Zhao. „The costs of raising capital”. *Journal of Financial Research* 19, nr 1 (1996): 59–74.

Lerner, Josh. „Venture capitalists and the oversight of private firms”. *The Journal of Finance* 50, nr 1 (1995): 301–318.

Levine, Ross. „Bank-based or market-based financial systems: which is better?” *Journal of financial intermediation* 11, nr 4 (2002): 398–428.

———. „Finance and growth: theory and evidence”. *Handbook of economic growth* 1 (2005): 865–934.

———. „Financial development and economic growth: views and agenda”. *Journal of economic literature* 35, nr 2 (1997): 688–726.

Lucas, Robert E. „On the mechanics of economic development”. *Journal of monetary economics* 22, nr 1 (1988): 3–42.

McKinnon, Ronald I. *Money and capital in economic development*. Brookings Institution Press, 1973. <https://www.google.com/books?hl=pl&lr=&id=erOVIDIY1jEC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Money+and+Capital+in+Economic+Development&ots=LZakvpY3Jb&sig=wNwa2x4qWRsqYorhs4sQkCe3L0>.

PWC. „Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów”, maja 2015.

Rajan, Raghuram G., i Luigi Zingales. „Which capitalism? Lessons from the east Asian crisis”. *Journal of Applied Corporate Finance* 11, nr 3 (1998): 40–48.

Rajan, Raghuram, Henri Servaes, i Luigi Zingales. „The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment”. *The journal of Finance* 55, nr 1 (2000): 35–80.

Raymond, Goldsmith. „Financial structure and development”. New Haven: Yale University Press, 1969.

Roberts, Russell D. *Gambling with Other People’s Money: How Perverted Incentives Caused the Financial Crisis*. Legatum Institute, 2010.

Robinson, Joan. „The generalisation of the general theory”. W *Rate Of Interest And Other Essays*, 67–142. Macmillan, 1952.

Schumpeter, Joseph Alois. *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1912.

Sołdek, Andrzej. „Aktywność otwartych funduszy emerytalnych w nadzorze korporacyjnym”. PTE PZU S. A., 2016.

Stern, Gary H., i Ron J. Feldman. *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*. Brookings Institution Press, 2004. [https://www.google.com/books?hl=pl&lr=&id=XIPjOF1W-UC&oi=fnd&pg=PR7&dq=too+big+to+fail+bank+bailouts&ots=Hmma\\_1OF6U&sig=HlibKCOK3QWhPxFjntqIk6fuGtM](https://www.google.com/books?hl=pl&lr=&id=XIPjOF1W-UC&oi=fnd&pg=PR7&dq=too+big+to+fail+bank+bailouts&ots=Hmma_1OF6U&sig=HlibKCOK3QWhPxFjntqIk6fuGtM).

Wurgler, Jeffrey. „Financial markets and the allocation of capital”. *Journal of financial economics* 58, nr 1 (2000): 187–214.

# Przypisy

- 1 Allen, „Stock markets and resource allocation”.
- 2 Przykłady tego typu działań na polskim rynku opisuje Sołdek „Aktywność otwartych funduszy emerytalnych w nadzorze korporacyjnym”.
- 3 Allen, „Stock markets and resource allocation”
- 4 PWC, „Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów”.
- 5 Demirgüç-Kunt i Maksimovic, „Law, Finance, and Firm Growth”.
- 6 Wurgler, „Financial markets and the allocation of capital”.
- 7 Beck, Demirgüç-Kunt, i Maksimovic, „Financial and legal constraints to growth”.
- 8 Levine, „Bank-based or market-based financial systems”.
- 9 Pierwszymi autorami, którzy wskazywali na korzyści płynące z rozwoju rynku finansowego byli Bagehot w Lombard Street. i Schumpeter w The theory of economic development. Kompleksowy przegląd badań prezentuje Levine w „Financial development and economic growth” i „Finance and growth”.
- 10 Levine, „Financial development and economic growth”.
- 11 Robinson, „The generalisation of the general theory”.
- 12 Lucas, „On the mechanics of economic development”.
- 13 Bernanke, *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression*.
- 14 Raymond, „Financial structure and development”; McKinnon, *Money and capital in economic development*.
- 15 King i Levine, „Finance and growth”.
- 16 Aghion, Howitt, i Mayer-Foulkes, „The effect of financial development on convergence”
- 17 Rajan i Zingales, „Which capitalism?”
- 18 Hoshi, Kashyap, i Scharfstein, „Corporate structure, liquidity, and investment”.
- 19 Rajan, Servaes, i Zingales, „The cost of diversity”.
- 20 Dittmar i Thakor, „Why Do Firms Issue Equity?”
- 21 Boyd i Smith, „The evolution of debt and equity markets in economic development”
- 22 „FRB: E.2 Release--Survey of Terms of Business Lending--Current Release”.
- 23 Beck, Degryse, i Kneer, „Is more finance better?”
- 24 Cecchetti i Kharroubi, „Reassessing the impact of finance on growth”; Arcand, Berkes, i Panizza, „Too much finance?”
- 25 Law i Singh, „Does too much finance harm economic growth?”
- 26 Beck i in., „Who Gets the Credit?”
- 27 Stern i Feldman, *Too big to fail*.
- 28 Roberts, *Gambling with Other People's Money*.
- 29 Grjebine i in., „Corporate debt structure and economic recoveries”.

- 30 KE, „COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union”; KE, „ZIELONA KSIĘGA Tworzenie unii rynków kapitałowych”; KE, „Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.”; KE, „Economic Analysis Accompanying the document « Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions»”.
- 31 Demirgüç-Kunt, Feyen, i Levine, „The evolving importance of banks and securities markets”
- 32 Carlin i Mayer, „Finance, investment, and growth”.
- 33 Brown, Martinsson, i Petersen, „Law, stock markets, and innovation
- 34 Kaserer i Rapp, „Capital Markets and Economic Growth”.
- 35 „Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016”.
- 36 French i Poterba, „Investor diversification and international equity markets”.
- 37 Coval i Moskowitz, „Home bias at home”.
- 38 Bae, Stulz, i Tan, „Do local analysts know more?”
- 39 Degryse i Ongena, „Distance, lending relationships, and competition”; Guiso, Sapienza, i Zingales, *Does local financial development matter?*
- 40 Lerner, „Venture capitalists and the oversight of private firms”.
- 41 Kalnins i Lafontaine, „Too far away?”
- 42 Chhaochharia, Kumar, i Niessen-Ruenzi, „Local investors and corporate governance”.
- 43 Gozzi, Levine, i Schmukler, „Internationalization and the evolution of corporate valuation”
- 44 PWC, „Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów”.
- 45 Lee i in., „The costs of raising capital”.
- 46 European IPO Task Force, „Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets”.
- 47 Lazzari, „Which business model for stock exchanges? Cost and quality of listing services”.
- 48 Szerzej piszemy o nich w pierwszej i drugiej części opracowania Bukowski i in., *Zatrudnienie w Polsce 2014. Praca czasu innowacji*.

## Spis wykresów

<b>Wykres 1.</b> Forma własności i przychody największych polskich przedsiębiorstw prywatnych	12
<b>Wykres 2.</b> Zrealizowane cele emisji	13
<b>Wykres 3.</b> Wyniki finansowe Oponeo.pl	13
<b>Wykres 4.</b> Wyniki finansowe Monnari Trade S.A.	16
<b>Wykres 5.</b> Notowania akcji spółki Monnari Trade S.A.	16
<b>Wykres 6.</b> Notowania akcji spółki Selvita S.A.	20
<b>Wykres 7.</b> Przychody netto ze sprzedaży spółki Selvita S.A. (tys. zł)	21
<b>Wykres 8.</b> Zysk z działalności operacyjnej PAGED S.A.	22
<b>Wykres 9.</b> Notowania akcji spółki PAGED S.A.	22
<b>Wykres 10.</b> Średnie roczne przychody oraz liczebność polskich przedsiębiorstw w podziale ze względu na liczbę zatrudnionych	24
<b>Wykres 11.</b> Finansowanie inwestycji poprzez emisje akcji spółek nowo notowanych oraz wcześniej istniejących w 2015 roku	27
<b>Wykres 12.</b> Koszt finansowania przedsiębiorstw (dużych i mało ryzykownych) poprzez kredyt bankowy i rynek obligacji w USA w latach 1955-2016	28
<b>Wykres 13.</b> Tempo wzrostu finansowania poprzez obligacje, kredyt bankowy oraz tempo wzrostu PKB w UE i USA	30
<b>Wykres 14.</b> Nadmierne ubankowienie Europy	30
<b>Wykres 15.</b> Realne stopy zwrotu ze światowego portfela akcji w kolejnych dekadach XX wieku	32
<b>Wykres 16.</b> Struktura portfela funduszy emerytalnych na świecie w 2012 roku	32
<b>Wykres 17.</b> Koszty debiutu na głównych rynkach rozwiniętych w porównaniu i w Polsce w zależności od wielkości oferty	34
<b>Wykres 18.</b> Opłaty roczne na giełdach w Europie i na świecie dla trzech kategorii spółek w 2011 roku	35
<b>Wykres 19.</b> Kapitalizacja i obroty na GPW i na rynkach krajów rozwiniętych w latach 2000-2015	37
<b>Wykres 20.</b> Realna stopa zwrotu w skali roku na czołowych rynkach rozwiniętych oraz w Polsce w latach 2011-2015 (z uwzględnieniem dywidend)	38
<b>Wykres 21.</b> Realna stopa zwrotu w skali roku na czołowych rynkach rozwiniętych oraz w Polsce w latach 2000-2015 (z uwzględnieniem dywidend)	38
<b>Wykres 22.</b> Udział finansowania przez rynek w krajach rozwiniętych	38
<b>Wykres 23.</b> Udziały poszczególnych grup inwestorów w obrotach na GPW	39
<b>Wykres 24.</b> Liczba spółek publicznych (na mln. mieszkańców) notowanych na GPW oraz na rynkach rozwiniętych w latach 2000-2015	40



<b>Wykres 25.</b> Wartość nowych emisji obligacji prywatnych (w proc. PKB) na GPW oraz na rynkach krajów rozwiniętych w latach 2000-2015	40
<b>Wykres 26.</b> Udział finansowania pozabankowego a poziom rozwoju gospodarczego	42
<b>Wykres 27.</b> Tempo wzrostu produktywności w zależności od jej wyjściowego poziomu oraz rozwoju finansowania pozabankowego	42
<b>Wykres 28.</b> Maksymalny poziom konwergencji produktywności względem USA w zależności od rozwoju finansowania pozabankowego	44
<b>Wykres 29.</b> Tempo wzrostu produktywności w Polsce i innych krajach regionu w latach 1991-2016	44
<b>Wykres 30.</b> Udział finansowania pozabankowego (trzyletnia średnia ruchoma) w Polsce i w wybranych krajach UE	46



## Spis schematów

<b>Schemat 1.</b> Mapa korzyści z giełdy dla spółek i gospodarki	10
<b>Schemat 2.</b> Kupno akcji a nowe inwestycje	26

## Spis tabel

<b>Tabela 1.</b> Rozkład spółek notowanych na GPW względem kapitalizacji w kwietniu 2016 roku	35
<b>Tabela 2.</b> Wyniki estymacji modelu ekonometrycznego	43
<b>Tabela 3.</b> Wpływ giełdy na wzrost gospodarczy w latach 2016-2036 w zależności od jej docelowego poziomu rozwoju mierzonego udziałem finansowania pozabankowego	45

## Spis ramek

<b>Ramka 1.</b> Znaczący zastrzyk kapitału.	13
<b>Ramka 2.</b> Ułatwienie finansowania innowacji.	14
<b>Ramka 3.</b> Ułatwienie finansowania dłużnego.	14
<b>Ramka 4.</b> Prostsza droga do upadłości układowej.	16
<b>Ramka 5.</b> Dywersyfikacja majątku przez dotychczasowych właścicieli.	18
<b>Ramka 6.</b> Opuszczenie spółki przez fundusze private equity.	18
<b>Ramka 7.</b> Wynagrodzenie związane z wzrostem wartości firmy.	20
<b>cd Ramki 7.</b>	21
<b>Ramka 8.</b> Przejęcia jako ostatnia deska ratunku dla zasobów spółki.	21
<b>cd Ramki 8.</b>	22
<b>Ramka 9.</b> Krótki przewodnik po historii badań nad wpływem rynku finansowego na wzrost gospodarczy.	25
<b>Ramka 10.</b> Opis ekonometrycznego modelu wzrostu uwzględniającego rynek kapitałowy.	43

## Program Polityki Publiczne i Governance

Dostęp do najwyższej jakości wiedzy może pozwolić na prowadzenie polityk oraz organizowanie instytucji publicznych w sposób maksymalizujący dobrobyt społeczeństwa. Dlatego w WiseEuropa powołaliśmy Program Polityk Publicznych i Governance, którego zadaniem jest dostarczanie decydom wiedzy na temat skutków prowadzonych przez nich polityk oraz rozwiązań instytucjonalnych. W ramach programu tworzymy własne analizy, zbieramy wyniki badań z całego świata oraz wchodzimy w dialog z sektorem prywatnym i publicznym, aby w najważniejszych obszarach życia gospodarczego proponować rozwiązania dopasowane do potrzeb polskiego społeczeństwa. Zajmujemy się takimi dziedzinami, jak: budżet i podatki, regulacje, instytucje, nauka i innowacje, kapitał ludzki, zdrowie i bezpieczeństwo socjalne, czy polityka rozwoju.

Ignacy Morawski, Szef Programu Polityki Publiczne i Governance