

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 395

**Finanse i rachunkowość
na rzecz zrównoważonego rozwoju –
odpowiedzialność, etyka, stabilność finansowa
Tom 1. Finanse**

Redaktorzy naukowci
Grażyna Borys
Robert Kurek



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kozuchowska
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Magdalena Kot
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-519-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120
53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail:econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl
Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Joanna Antczak: Wpływ opłat środowiskowych na wyniki przedsiębiorstwa.....	11
Bartosz Bartniczak: Możliwości wykorzystania instrumentów zwrotnych w projektach z zakresu gospodarki odpadami.....	21
Sylwia Bożek, Beata Dubiel: Realizacja ryzyka nadzwyczajnego a kompensata jego skutków przez ubezpieczenie.....	30
Dorota Burzyńska: Zrównoważona gospodarka wodna na przykładzie metropolii paryskiej.....	42
Iwona Dorota Czechowska: Poszukiwanie rzetelności w kontekście kodeksów zawodowych na przykładzie sektora bankowego.....	53
Karolina Daszyńska-Żygadło, Bożena Ryszawska: Rola społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w <i>sustainability transition</i>	62
Anna Dąbkowska: Udział kredytu bankowego w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce i w Niemczech.....	73
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Wybrane aspekty CSR na rynku finansowym. Wyniki badań na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa.....	84
Małgorzata Gorzalczyńska-Koczkodaj: Dysfunkcje systemu sprawozdawczości w jednostkach sektora finansów publicznych.....	94
Renata J. Jedlińska: Wpływ gospodarki wirtualnej na gospodarkę realną – wybrane zagadnienia.....	104
Szymon Kasprowski: Kontrola zasadności pobierania świadczeń w razie choroby i macierzyństwa w polskim systemie ubezpieczeń społecznych w latach 2005–2013.....	117
Lidia Kłos: Źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce.....	129
Magdalena Kogut-Jaworska: Problem nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego w Polsce wobec wyzwań rozwojowych w nowej perspektywie finansowej Unii Europejskiej 2014–2020.....	139
Jan Koleśnik: Postkryzysowe narzędzia analizy nadzorczej a poziom bezpieczeństwa europejskiego systemu bankowego.....	149
Bożena Kołosowska, Agnieszka Huterska: Wykupy obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst w latach 2013–2014 – na przykładzie obligacji deweloperskich.....	158
Jolanta Korkosz-Gębska: Wspieranie i promocja innowacji ekologicznych na przykładzie województwa lubelskiego.....	168

Andrzej Koza: System kwotowy a zatrudnienie osób niepełnosprawnych w Czechach i w Polsce	178
Wojciech Krawiec: Inwestowanie zaangażowane społecznie jako forma realizacji koncepcji SRI	190
Danuta Król: Wybrane instrumenty wspierania rozwoju lokalnego	201
Barbara Kryk: ERES jako wyraz rangi środowiska naturalnego w statystyce publicznej	210
Robert Kurek: Bitcoin a ekonomiczne funkcje pieniądza	219
Elwira Leśna-Wierszółowicz: Istota nadzoru nad otwartymi funduszami emerytalnymi w Polsce	229
Irena Łacka: Problemy oceny efektywności podmiotów ekonomii społecznej	241
Ewa Mazur-Wierzbicka: Nakłady inwestycyjne w ochronie środowiska w Polsce	252
Jarosław Pawłowski: Ekorating telefonów komórkowych	263
Tomasz Potocki: Instytucjonalne uwarunkowania i mechanizmy podnoszenia świadomości finansowej	274
Adriana Przybyszewska: Zagrożenia i grupy ryzyka współczesnych mikro-finansów	286
Ewa Spigarska: Opłata za gospodarowanie odpadami jako dochód gminy....	297
Błażej Suproń: Wpływ elektronicznego systemu poboru opłat drogowych na inwestycje przedsiębiorstw na przykładzie województwa zachodniopomorskiego	307
Magdalena Swacha-Lech: Problem świadomości finansowej w kontekście gromadzenia oszczędności emerytalnych	317
Marta Szaja: Realizacja koncepcji zrównoważonego rozwoju a planowanie przestrzenne na szczeblu lokalnym	331
Marek W. Szewczyk: Przestrzenne zróżnicowanie rozwoju ekonomicznego powiatów województwa lubelskiego	342
Magdalena Ślebocka: Finansowy aspekt koncepcji rewitalizacji miast w świetle założeń do projektu ustawy o rewitalizacji	355
Aneta Tylman: Rewitalizacja jako kluczowy aspekt polityki finansowania i rozwoju zrównoważonego miast	364
Stanisław Wieteska: Emisja dwutlenku węgla przez pojazdy mechaniczne jako element zewnętrznych kosztów transportu drogowego w Polsce.....	372
Rafał Wilczyński: Znaczenie struktury właścicielskiej spółek publicznych dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego w latach 2008–2012	386
Andrzej Wołoszyn, Romana Głowicka-Wołoszyn: Nierówności dochodowe gospodarstw domowych w Polsce w kontekście zrównoważonego rozwoju	396
Justyna Zabawa: Ekologiczne wyzwania współczesnej bankowości – przypadek grupy Deutsche Bank	408
Agnieszka Żołądkiewicz: Ekogospodarka w działalności banków jako przejaw koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu	418

Summaries

Joanna Antczak: Impact of environmental fees on company's financial results	11
Bartosz Bartniczak: The ability to use repayable instruments in projects relating to waste management.....	21
Sylwia Bożek, Beata Dubiel: Materialization of the exceptional risk vs. compensation of its effects by insurance.....	30
Dorota Burzyńska: Sustainable water management on the example of Paris Metropolis.....	42
Iwona Dorota Czechowska: The search for fairness in the context of professional codes on the example of the banking sector.....	53
Karolina Daszyński-Żygadlo, Bożena Ryszawska: The role of corporate social responsibility in <i>sustainability transition</i>	62
Anna Dąbkowska: The share of bank credit as sources of SMEs financing in Poland and in Germany	73
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Selected aspects of CSR in the financial market – survey results on a representative sample of Polish society.....	84
Małgorzata Gorzalczyńska-Koczkodaj: Dysfunctions of the reporting system in public finance sector units	94
Renata J. Jedlińska: The effect of virtual economy on the real economy – selected issues.....	104
Szymon Kasprowski: The inspection of legitimate receiving of benefits in case of sickness and maternity in the Polish social insurance system in the years 2005–2013.....	117
Lidia Klos: Sources of financing the environmental protection in Poland.....	129
Magdalena Kogut-Jaworska: Problems of excessive indebtedness of self-government units in Poland in the context of rising challenges for development in the European Union's financial perspective for 2014–2020.....	139
Jan Koleśnik: Post-crisis tools of the supervisory review process vs. the level of safety of the European banking system.....	149
Bożena Kołosowska, Agnieszka Huterska: Corporate bond redemption on the Catalyst market in the years 2013–2014 – the example of the property developers bonds	158
Jolanta Korkosz-Gębska: Supporting and promotion of eco-innovations based on The Lubelskie Voivodeship	168
Andrzej Koza: Quota scheme vs. employment of people with disabilities in The Czech Republic and Poland.....	178
Wojciech Krawiec: Impact investing as a form of the realization of SRI conception.....	190
Danuta Król: Some local development support tools	201

Barbara Kryk: EEEA as evidence for the importance of the natural environment in public statistics	210
Robert Kurek: Bitcoin vs. economic functions of money	219
Elwira Leśna-Wierszółowicz: The essence of supervision of open pension funds in Poland	229
Irena Łącka: Problems of effectiveness evaluation of social economy entities	241
Ewa Mazur-Wierzbicka: Investment outlays in the environmental protection in Poland	252
Jarosław Pawłowski: Eco rating of mobile phones	263
Tomasz Potocki: Institutional conditions and mechanisms which improve the level of financial capabilities	274
Adriana Przybyszewska: Hazards and risk groups of modern microfinance	286
Ewa Spigarska: Fee for waste management as an income of a commune	297
Błażej Suproń: Influence of electronic road toll collection system on business investments on the example of The West Pomeranian Voivodeship	307
Magdalena Swacha-Lech: The problem of financial awareness in the context of gathering of retirement savings	317
Marta Szaja: The realisation of sustainable development concept vs. local-level spatial planning	331
Marek W. Szewczyk: Spatial diversity of economic development of poviats of The Lubelskie Voivodeship	342
Magdalena Ślebocka: Financial aspect of the concept of urban renewal in the light of the objectives of the project of Revitalization Act	355
Aneta Tylman: Revitalization as the key aspect of the financing and urban sustainable development policy	364
Stanisław Wieteska: Carbon dioxide emissions by motor vehicles as part of the external costs of road transport in Poland	372
Rafał Wilczyński: Significance of public companies ownership structure for Polish capital market development in the years 2008–2012	386
Andrzej Wołoszyn, Romana Głowicka-Wołoszyn: Income inequality of Polish households in the context of sustainable development	396
Justyna Zabawa: Environmental challenges of contemporary banking – the case of Deutsche Bank Group	408
Agnieszka Żołądkiewicz: Ecomanagement in the activities of banks as a manifestation of the concept of corporate social responsibility	418

Rafał Wilczyński

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
e-mail: rpwilczynski@gmail.com

ZNACZENIE STRUKTURY WŁAŚCICIELSKIEJ SPÓŁEK PUBLICZNYCH DLA ROZWOJU POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO W LATACH 2008–2012

SIGNIFICANCE OF PUBLIC COMPANIES OWNERSHIP STRUCTURE FOR POLISH CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN THE YEARS 2008-2012

DOI: 10.15611/pn.2015.395.36

Streszczenie: Rynek kapitałowy powinien być miejscem efektywnego pozyskiwania środków na rozwój przedsiębiorstw. Kształt struktury kapitału determinowany jest przez wiele czynników, a decyzje spółek dotyczące wyboru pomiędzy kapitałem własnym a długiem pozyskiwanym na rynku kapitałowym wpływają na kierunek rozwoju poszczególnych jego segmentów. Obserwowany wysoki poziom koncentracji struktur właścicielskich pozwala na przyjęcie założenia, że utrzymanie kontroli przez dominującego akcjonariusza jest jednym z czynników wpływającym na podejmowane przez spółki decyzje finansowe. Celem badań przeprowadzonych na grupie niefinansowych spółek publicznych, notowanych na Głównym Rynku GPW w Warszawie w latach 2008–2012, jest weryfikacja tego założenia. Badania wykazały, że wysoki poziom wycen rynkowych w latach 2009 i 2010 sprzyjał optymalizacji struktury źródeł finansowania, wpływając na obniżenie poziomu zadłużenia tych spółek. Z kolei niski poziom wycen rynkowych w latach 2011–2012 stanowił istotną barierę pozyskania kapitału w formie emisji akcji, w szczególności dla spółek najbardziej narażonych na utratę kontroli przez dominującego akcjonariusza, przyczyniając się do rozwoju rynku obligacji korporacyjnych.

Słowa kluczowe: własność, struktura właścicielska, rynek kapitałowy, akcjonariusz dominujący, akcja, obligacja korporacyjna, kapitał własny, dług, ryzyko.

Summary: Capital market should be a place of efficient fund raising for the development of enterprises. The direction of capital market development is determined by capital structure decisions in terms of choice between equity and debt taken by public companies. An empirical study conducted by the author on a group of non-financial public companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2008–2012 shows that high market valuation was important for capital structure optimization, allowing companies to decrease the debt level. On the contrary low market valuation of companies was a significant barrier for equity market development, in particular in case of companies where the risk of losing control by

a dominant shareholder after new shares issue was high. Simultaneously low market valuation of public companies contributed to corporate bond market development.

Keywords: ownership, ownership structure, capital market, dominant shareholder, share, corporate bond, equity, debt, risk.

Niczego, co warte jest posiadania, nie można zdobyć bez ryzyka

George Bernard Shaw

1. Wstęp

Rynek kapitałowy jest miejscem pozyskania finansowania na rozwój przedsiębiorstw. Mogą one korzystać z możliwości emisji instrumentów udziałowych i dłużnych. Z założenia rynek kapitałowy powinien zapewniać efektywne finansowanie rozwoju przedsiębiorstw oraz pozwalać na optymalizację źródeł finansowania.

Wydaje się, że jedną z barier w swobodzie wyboru poszczególnych źródeł kapitału jest kształt struktury właścicielskiej. Przy niskich poziomach wycen rynkowych spółek emisja akcji wiąże się z nadmiernym rozwodnieniem udziału w kapitale dotychczasowych akcjonariuszy. Może mieć to szczególne znaczenie w przypadku skoncentrowanych struktur właścicielskich i występowania akcjonariusza dominującego lub grupy kilku takich akcjonariuszy, sprawujących aktywną kontrolę i realizujących określone korzyści, wynikające z tej kontroli. W ich przypadku dodatkowa emisja akcji na niekorzystnych warunkach może się wiązać z ryzykiem utraty tej kontroli.

Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto założenie, że kształt struktury właścicielskiej jest jednym z czynników determinujących wybór źródeł finansowania działalności, a decyzje finansowe spółek jako uczestników rynku kapitałowego wpływają na kierunek rozwoju poszczególnych segmentów tego rynku. Celem artykułu jest weryfikacja tego założenia. Empiryczną podstawę tej weryfikacji stanowią wyniki badań własnych, przeprowadzonych na grupie niefinansowych spółek publicznych notowanych na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2012.

2. Akcjonariusz dominujący w strukturze własności

Wyniki prowadzonych badań wskazują na duży stopień koncentracji struktur właścicielskich spółek, wskazujący na znaczny udział dominującego akcjonariusza w strukturze własności. R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes i F. Shleifer [1999], analizując struktury własnościowe największych spółek w każdym z 27 wybranych krajów, wykazują, że rozproszony akcjonariat jest charakterystyczny dla krajów z *common law*, przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, ale też w Wielkiej Brytanii. Rów-

niez w Japonii mamy do czynienia z rozproszoną strukturą własności. Poza wymienionymi krajami charakterystyczne jest występowanie dominującego akcjonariusza, często jest to rodzina, założyciel przedsiębiorstwa bądź jego następcy, czasami państwo. Zdaniem autorów bardziej skoncentrowana struktura akcjonariatu występuje w krajach o słabszej ochronie prawnej akcjonariuszy mniejszościowych. Podobnie M. Becht i C. Mayer [2000] wskazują, że w Austrii (52%), Belgii (56%), Niemczech (57%) i we Włoszech (54,5%) w przypadku niefinansowych spółek publicznych jeden właściciel posiada ponad 50% praw głosu. Mediana dla spółek w Danii, Hiszpanii i Szwecji, w zakresie udziału większościowego akcjonariusza w głosach, wynosi odpowiednio 43,5%, 34,5% i 34,9%, w Holandii 43,5%. Dla odmiany w Wielkiej Brytanii mediana ta wynosi tylko 9,9%, a w Stanach Zjednoczonych nieco powyżej 5% (Nasdaq 8,6% i Nyse 5,4%). W Szwajcarii udział największego akcjonariusza wynosi średnio 31,61% [Sikavica 2008], w Belgii 21% [Hamadi 2010].

Badania przeprowadzone przez M. Faccio i L.H.P. Langa [2002] w 13 krajach europejskich na próbie 5232 spółek publicznych wykazały, że średnia liczba spółek, gdzie występuje akcjonariat rozproszony, wynosi 36,93%, a średnia liczba spółek pozostających pod kontrolą rodziny kształtuje się na poziomie 44,29%. Największy procent spółek o rozproszonym akcjonariacie występuje w Wielkiej Brytanii i Irlandii, odpowiednio 63,08% i 62,32%, największy procent spółek kontrolowanych przez rodziny występuje we Francji, Niemczech, Włoszech i Portugalii, odpowiednio 64,82%, 64,62%, 59,61% i 60,34%. Największe zaangażowanie państwa jako akcjonariusza dominującego występuje w Austrii, Finlandii, Norwegii i we Włoszech. Szczegółowe wyniki zaprezentowano w tab. 1.

W Polsce obserwowany jest wysoki udział akcjonariusza dominującego w strukturze własności. Wyniki wybranych badań, wskazujące na medianę wielkości największego pakietu akcji, i odpowiadającą temu pakietowi medianę udziału w głosach zaprezentowano w tab. 2. Wyższe poziomy udziału w kontroli niż we współwłasności wynikają z obecności struktur akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu. Struktury te wzmacniają poziom kontroli właścicielskiej oraz łagodzą negatywny efekt rozwodnienia udziału przez dotychczasowych akcjonariuszy w przypadku emisji nowych akcji.

Badania przeprowadzone przez R. Wilczyńskiego [2014] na grupie niefinansowych spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2012 wykazały, że średni udział największego akcjonariusza w głosach w każdym z badanych okresów wynosił około 41,5%, a odpowiadający mu udział w kapitale około 39,5%. Dodatkowo autor zwrócił uwagę, że mechanizm uprzywilejowania akcji co do prawa głosu występował w co czwartej badanej spółce.

Dominujący akcjonariusze są bardzo często założycielami przedsiębiorstw. Są pomysłodawcami sposobu prowadzenia biznesu, posiadają niezbędną wiedzę i doświadczenie oraz znajomość rynku, na którym funkcjonują te przedsiębiorstwa. Do czasu rozwodnienia swojego udziału w kapitale posiadają samodzielność decyzyjną,

Tabela 1. Struktura właścicielska spółek w wybranych krajach Europy

Kraj	Liczba spółek	Akcjonariat rozproszony	Procent spółek kontrolowanych poprzez:			
			rodzinę	inwestorów finansowych	państwo	struktury krzyżowe
Austria	99	11,11	52,86	8,59	15,32	1,01
Belgia	130	20,00	51,54	12,69	2,31	0,00
Finlandia	129	28,68	48,84	0,65	15,76	0,00
Francja	607	14,00	64,82	11,37	5,11	0,00
Niemcy	704	10,37	64,62	9,07	6,30	2,62
Irlandia	69	62,32	24,63	4,35	1,45	0,00
Włochy	208	12,98	59,61	12,26	10,34	0,72
Norwegia	155	36,77	38,55	4,46	13,09	2,27
Portugalia	87	21,84	60,34	4,60	5,75	0,00
Hiszpania	632	26,42	55,79	11,51	4,11	0,05
Szwecja	245	39,18	46,94	2,86	4,90	0,41
Szwajcaria	214	27,57	48,13	9,35	7,32	0,23
Wielka Brytania	1 953	63,08	23,68	8,94	0,08	0,00
Ogółem	5 232	36,93	44,29	9,03	4,14	0,51

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Faccio, Lang 2002].

Tabela 2. Struktura właścicielska spółek publicznych w Polsce

Rok	Zespół badawczy	Próba	Procentowy udział największego akcjonariusza (mediana)	
			we własności	w głosach
2002	P. Tamowicz M. Dzierżanowski	210 niefinansowych spółek publicznych	37,2	39,5
2004	M. Aluchna M. Dzierżanowski M. Przybyłowski A. Zamojska-Adamczak	136 spółek publicznych	47,7	49,7
2006	S. Rudolf P. Urbanek	203 spółki publiczne	38,3	41,6
2009	P. Urbanek	350 spółek publicznych	36,7	40,0
2011	P. Urbanek	378 spółek publicznych	36,72	40,13

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Urbanek 2011].

która oprócz samodzielnego decydowania o celach przedsiębiorstwa pozwala im na szybką reakcję w przypadku zmian zachodzących w otoczeniu. To, czego potrzebują, to kapitał na rozwój w sytuacji, kiedy nie są w stanie osobiście takiego kapitału zapewnić. Jako właściciele części przedsiębiorstwa, z założenia dążą do jak najbardziej efektywnego wykorzystania posiadanego majątku. Udziały będące ich własnością zapewniają możliwość kontroli nad aktywami przedsiębiorstwa i dysponowania nimi w taki sposób, aby zapewnić im jak największe korzyści. Prawo własności i prawo do kontroli determinują znaczną część decyzji w przedsiębiorstwie.

Należy również pamiętać, że dominujący akcjonariusz ponosi duże większe ryzyko niż pozostali akcjonariusze. Ponosi także dużo większe koszty związane z kontrolą przedsiębiorstwa i monitoringiem działań. Nierzadko też występuje jako wierzyciel, poręczając za zobowiązania spółki lub udzielając bezpośredniego finansowania (*propping*). Nie bez znaczenia są takie aspekty, jak prestiż, uznanie, reputacja, których utrata może być bardziej dotkliwa niż zaangażowanych środków pieniężnych. Stąd obserwowane zjawisko chęci zachowania kontroli ma z pewnością więcej podstaw niż wskazywana najczęściej chęć nierównego traktowania akcjonariuszy mniejszościowych.

Istotne zaangażowanie kapitałowe większościowego właściciela zachęca go do podejmowania działań związanych z budowaniem wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, gdyż ten wpływa bezpośrednio na wzrost jego bogactwa. Dlatego też co do zasady interes obu grup jest wspólny. Wyższa wartość rynkowa przedsiębiorstwa sprzyja możliwości przeprowadzania dalszych emisji akcji przy mniejszym koszcie związanym z utratą procentowego udziału we własności, co wpływa pozytywnie na możliwość utrzymania kontroli przez dominującego właściciela.

3. Sytuacja na rynku kapitałowym w Polsce w latach 2008–2012

Rynek kapitałowy to zgodnie z definicją W. Dębskiego [2010] ogół transakcji kupna sprzedaży, których przedmiotem są instrumenty finansowe o okresie dłuższym od roku. To również miejsce, gdzie następuje efektywne finansowanie rozwoju przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa, mając do dyspozycji dostęp do instrumentów udziałowych i instrumentów dłużnych, poprzez dostęp do tego rynku zyskują możliwość optymalizacji własnej struktury kapitałowej. Rynek kapitałowy to również miejsce bezpiecznej alokacji oszczędności społeczeństwa. Z tej perspektywy bardzo istotne znaczenie ma kwestia wiarygodności emitentów i całego rynku.

Lata 2008–2012 to okres dynamicznych zmian na polskim rynku kapitałowym. Kryzys finansowy, jaki miał miejsce w roku 2008, spowodował odpływ znacznej części kapitału, co znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu WIG o 51,07%. W roku 2009 sytuacja się zmieniła i pozytywne nastroje po stronie inwestorów znalazły odzwierciedlenie we wzroście indeksu WIG o 46,85%. Korzystając z tak dobrej sytuacji, przedsiębiorstwa, odczuwające zarazem skutki polityki ograniczania akcji kredytowej przez banki, pozyskały 14,6 mld PLN poprzez emisję akcji

własnych. Jednocześnie w roku 2009 zaczęto wprowadzać zmiany o charakterze instytucjonalnym na rynku instrumentów dłużnych. Kamieniem milowym było utworzenie przez Giełdę Papierów Wartościowych platformy Catalyst, zapewniającej swobodny obrót obligacjami korporacyjnymi przedsiębiorstw, ich bieżącą rynkową wycenę, a nadanie emitentom wprowadzającym do obrotu swoje obligacje statusu spółek publicznych nałożyło na nich określone obowiązki informacyjne. Wpłynęło to na zwiększone zainteresowanie inwestorów tym segmentem rynku w kolejnych okresach. Obligacje korporacyjne stanowiły interesującą alternatywę dla obligacji emitowanych przez Skarb Państwa, które ze względu na obniżkę stóp procentowych stawały się coraz mniej zyskownym instrumentem.

Tabela 3. Sytuacja na rynku kapitałowym w latach 2008–2012

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
Zmiana Indeksu WIG [w %]	-51,07	46,85	18,77	-20,83	26,24
Emisje akcji GR GPW [w mld PLN]	7,6	14,6	5,6	8,2	5,6
Emisje obligacji [w mld PLN]	2,8	2,4	7,8	10,9	12,9
w tym: wprowadzone do obrotu na Catalyst:	-	0,1	2,3	4,3	7,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W latach 2010–2012 zaobserwowano nieproporcjonalny wzrost rynku obligacji korporacyjnych w stosunku do rynku akcji. Wzrost ten w dużej mierze spowodowany był spadkiem koniunktury na rynku instrumentów udziałowych. W roku 2012 wartość emisji obligacji była ponaddwukrotnie wyższa niż wartość emisji akcji własnych przedsiębiorstw, a ponad 57% wartości obligacji zostało wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst. Rynek obligacji powinien stanowić alternatywę przede wszystkim dla kredytu bankowego. Obserwowane zmiany na rynku kapitałowym pokazują, że w okresie tym była to częściej alternatywa w stosunku do emisji akcji spowodowana barierą związaną z niską wyceną rynkową przedsiębiorstw i wysokim ryzykiem utraty kontroli nad spółką przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Dynamiczny rozwój segmentu instrumentów dłużnych przy jednoczesnym braku rozwoju segmentu instrumentów udziałowych doprowadził do stanu nierównowagi, który znalazł odzwierciedlenie we wzroście poziomu ryzyka wszystkich uczestników całego rynku kapitałowego. Obserwowane pogorszenie sytuacji finansowej wielu emitentów wskazuje na konieczność podjęcia działań zmierzających do zapewnienia równomiernego rozwoju poszczególnych jego sektorów. W roku 2013 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie rozpoczęła cykl działań związanych z wypracowaniem strategii zrównoważonego rozwoju dla rynku kapitałowego [GPW 2014a]. W ramach rekomendacji dla rynku kapitałowego wskazuje się:

- podjęcie działań zmierzających do osiągnięcia w perspektywie najbliższych kilku lat standardowego dla krajów rozwiniętych poziomu integracji polskiego rynku kapitałowego z rynkami międzynarodowymi poprzez zwiększenie konku-

rencyjności krajowych podmiotów tworzących szeroko rozumianą infrastrukturę rynku;

- podjęcie systematycznych działań zmierzających do stałego podnoszenia wiarygodności rynku kapitałowego w szczególności poprzez stworzenie systemu profesjonalnej i przejrzystej oceny emitentów oraz monitorowania ryzyka na polskim rynku obligacji kierowanych na rynek publiczny.

Płynny rynek akcji i rozwinięty rynek długu korporacyjnego i skarbowego to również dwa główne filary rozwoju w ramach strategii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na lata 2014–2020 [GPW 2014b].

4. Struktura właścicielska spółek publicznych a zmiany na rynku kapitałowym – wyniki badań

Celem przeprowadzonych badań jest weryfikacja założenia, że stopień koncentracji struktur właścicielskich poprzez podejmowane decyzje w zakresie struktury źródeł finansowania spółek publicznych wpływa na kierunek rozwoju poszczególnych segmentów rynku kapitałowego.

Badania zostały przeprowadzone na grupie niefinansowych spółek publicznych notowanych na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2012. Z badań wyłączono spółki kończące rok obrotowy w terminie innym niż 31 grudnia (ze względu na konieczność zachowania porównywalności danych) oraz spółki charakteryzujące się ujemnym poziomem kapitałów własnych.

Źródło informacji dotyczących struktury właścicielskiej stanowią bazy danych udostępnione przez GPW w Warszawie. Źródło danych o charakterze finansowym stanowią raporty roczne spółek. Wycenę rynkową spółek oszacowano na podstawie kursu akcji, według stanu na koniec każdego roku obrotowego.

Badane spółki zostały podzielone na trzy grupy pod względem udziału akcjonariusza dominującego w głosach – od 0% do 33%, od 33% do 66% oraz powyżej 66%. Dokonując takiego podziału, kierowano się progami „kontroli” ujętymi w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu [Ustawa z 29 lipca 2005]. Wcześniej prowadzone badania dotyczące stopnia koncentracji udziału dominującego akcjonariusza w strukturze własności [Wilczyński 2014] wykazały bowiem, że w przypadku spółek, gdzie występują struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu, bardziej prawidłowym podejściem jest traktowanie akcjonariusza dominującego jako grupy akcjonariuszy uprzywilejowanych łącznie.

Dla każdej grupy spółek oraz dla każdego z badanych okresów odrębnie dokonano kalkulacji mediany kształtowania się następujących wskaźników:

- relacji pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową,
- relacji pomiędzy zadłużeniem oprocentowanym a kapitałem własnym,
- EM Score, autorstwa E. Altmana [2005], służącego do oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstw dla rynków wschodzących.

Wielkość populacji badanych spółek w każdym z okresów oraz wyniki badań przedstawiono w tab. 4. Należy zwrócić uwagę, że w roku 2010, kiedy wyceny rynkowe były najwyższe, największy wzrost liczby notowanych spółek zaobserwowano w grupie 33–66% (+15,5%), z kolei w roku 2011, gdy wyceny rynkowe były najniższe, wzrost liczebności w przypadku tej grupy spółek również był najniższy (+5,37%). W latach 2011 i 2012, kiedy wartość rynkowa przedsiębiorstw była niższa niż wartość księgowa (mediana dla poszczególnych grup), największe wzrosty liczebności spółek następowały w grupie o najbardziej rozproszonym akcjonariacie.

Tabela 4. Struktura właścicielska a zmiany na rynku kapitałowym w latach 2008–2012

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba spółek	315	313	338	362	362
Udział w głosach:	Liczba spółek				
do 33%	120	121	122	133	136
od 33% do 66%	133	129	149	157	158
powyżej 66%	62	63	67	72	68
Udział w głosach:	Liczba spółek (zmiana do roku poprzedniego)				
do 33%	b.d.	0,83%	0,83%	9,02%	2,26%
od 33% do 66%	b.d.	-3,01%	15,50%	5,37%	0,64%
powyżej 66%	b.d.	1,61%	6,35%	7,46%	-5,56%
Udział w głosach:	Wartość rynkowa/Wartość księgowa (mediana)				
do 33%	0,82	1,25	1,46	0,79	0,80
od 33% do 66%	0,77	1,32	1,49	0,87	0,95
powyżej 66%	1,04	1,22	1,59	0,90	0,95
Udział w głosach:	Dług oprocentowany/Kapitał własny (mediana)				
do 33%	0,19	0,22	0,26	0,31	0,26
od 33% do 66%	0,42	0,36	0,32	0,38	0,44
powyżej 66%	0,34	0,25	0,34	0,37	0,39
Udział w głosach:	EM Score (mediana)				
do 33%	7,19	7,51	7,31	7,47	7,44
od 33% do 66%	7,05	7,37	7,26	7,47	7,16
powyżej 66%	7,80	7,70	7,44	7,67	7,43

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowo, analizując wyniki badań, zaobserwowano:

- trwał w czasie tendencję w zakresie kształtowania się poziomów zadłużenia w poszczególnych grupach. Najwyższe poziomy zadłużenia w grupie 33–66%, najniższe poziomy zadłużenia w grupie 0–33%,
- trwał w czasie tendencję najwyższych poziomów ryzyka mierzonych wskaźnikiem EM Score w grupie 33–66%,
- trwał w czasie tendencję zwiększenia poziomów zadłużenia wraz z obniżeniem wycen rynkowych przedsiębiorstw w grupie 33–66% oraz zmniejszanie poziomów zadłużenia wraz ze wzrostem wycen rynkowych.

Udział dominującego akcjonariusza ma więc duże znaczenie z punktu widzenia ograniczenia rozwoju giełdy spowodowanego niską wyceną rynkową spółek. Szczególnie istotne jest to w sytuacji, kiedy wskazuje się oparcie przyszłości giełdy na małych i średnich przedsiębiorstwach o rodowodzie prywatnym [GPW 2014a]. Stopień koncentracji struktur właścicielskich jest również istotny z punktu widzenia ryzyka, jakie niesie ze sobą ograniczenie możliwości optymalnego kształtowania struktury kapitału w zakresie kształtowania relacji pomiędzy długiem oprocentowanym a kapitałem własnym. Spółki o skoncentrowanym akcjonariacie wykazują wyższe poziomy zadłużenia, co przekłada się na wyższy poziom ryzyka. Nie pozostaje to bez wpływu na bezpieczeństwo polskiego rynku kapitałowego, w szczególności tak mocno rozwiniętego w ostatnich latach rynku obligacji korporacyjnych.

5. Zakończenie

Lata 2008–2012 były okresem zmian na rynku kapitałowym zarówno w przypadku rynku akcji, jak i obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw. W latach 2009–2010 wysokie wyceny rynkowe sprzyjały emisji akcji, z kolei spadek koniunktury na tym rynku w latach 2011–2012 spowodował, że przedsiębiorstwa chętniej poszukiwały długu jako źródła finansowania działalności.

Przeprowadzone badania wykazały, że wysoki stopień koncentracji struktur właścicielskich spółek publicznych w Polsce miał wpływ na decyzje dotyczące struktury źródeł finansowania. Podmioty o rozproszonym akcjonariacie były mniej zadłużone niż spółki z udziałem dominującego akcjonariusza. Należy podkreślić, że dysproporcja ta była większa w okresie niskich wycen rynkowych akcji.

Nieproporcjonalny wzrost rynku instrumentów dłużnych w stosunku do rynku instrumentów udziałowych w latach 2011–2012 znalazł swoje odzwierciedlenie w zmianach w strukturze kapitału polskich spółek publicznych, wpływając na zwiększenie poziomu ryzyka nie tylko emitentów, lecz też pozostałych uczestników rynku kapitałowego. Stąd za konieczne i słuszne należy uznać podejmowane inicjatywy przygotowania i wdrożenia strategii zrównoważonego rozwoju rynku kapitałowego.

Literatura

- Altman E.I., 2005, *An emerging market credit scoring system for corporate bonds*, „Emerging Markets Review”, no. 6.
- Becht M., Mayer C., 2000, *Corporate Control in Europe*, Paper prepared for the Kiel Week Conference „The World’s New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy”, at the Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.
- Dębski W., 2010, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Faccio M., Lang L.H.P., 2002, *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics”, no. 65.
- GPW, 2014a, Projekt EUROPEJSKI KONGRES FINANSOWY dla zrównoważonego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, <http://www.static.gpw.pl> (18.02.2015).
- GPW, 2014b, Strategia Grupy Kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie – GPW.20120, <http://www.static.gpw.pl> (18.02.2015).
- Hamadi M., 2010, *Ownership concentration, family control and performance of firms*, „European Management Review”, vol. 7(2).
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., 1999, *Corporate ownership around the world*, „The Journal of Finance”, vol. 14, no. 2.
- Sikavica K., 2008, *The Economic Approach to Corporate Ownership and Control Ownership Structure, Firm Performance and CEO Turnover: The Case of Switzerland*, <http://ssrn.com/abstract=2019479> (15.01.2014).
- Urbanek P., 2011, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Zeszyty Naukowe nr 9, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków, s. 215–237.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu, DzU 2005, nr 183, poz. 1539, z późn. zm., art. 72–81.
- Wilczyński R., 2014, *Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu w spółkach publicznych w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe US, Szczecin.