

# Rola publicznego rynku papierów wartościowych w procesie alokacji kapitałów w gospodarce polskiej na tle sektora bankowego

*Paweł Kulpaka*

## Wstęp

W gospodarce wolnorynkowej istnieją dwa podstawowe kanały, którymi kapitał może efektywnie, sprawnie i na masową skalę przepływać od podmiotów dysponujących jego nadwyżkami do instytucji odczuwających jego niedobór. Pierwszy wariant opiera się na przepływie kapitałów od depozytariuszy do kredytobiorców poprzez system bankowy. Drugi natomiast polega na przepływie środków pieniężnych bezpośrednio od inwestorów do emitentów, poprzez rozwinięte i sprawnie działające rynki papierów wartościowych. Współcześnie w wielu krajach świata obserwujemy działanie i dynamiczny rozwój obu tych mechanizmów. Można jednak zauważyć głębokie różnice pomiędzy poszczególnymi państwami. Z tego względu systemy finansowe można podzielić na systemy zorientowane bankowo oraz systemy z bardzo dużą rolą rynków papierów wartościowych<sup>1</sup>. Pierwsze z nich są charakterystyczne dla państw Europy kontynentalnej, natomiast drugie dla krajów anglosaskich, szczególnie dla Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

Rynek kapitałowy, w tym giełda papierów wartościowych, może zapewniać efektywny transfer wolnych funduszy pieniężnych od podmiotów dysponujących nadwyżkami do tych firm i instytucji, którym bra-

kuje środków na rozszerzenie lub rozpoczęcie działalności gospodarczej. Giełdy finansowe mogą być jednym z podstawowych mechanizmów alokacji rzadkich zasobów kapitałowych w gospodarce wolnorynkowej. Ponadto należy zauważyć, że publiczny rynek papierów wartościowych znacznie rozszerza bazę potencjalnych, bezpośrednich uczestników rynku finansowego. Umożliwia on dostęp i samodzielne operowanie na tym rynku drobnym i średnim inwestorom indywidualnym. Jednocześnie wzrost liczby uczestników czyni cały rynek finansowy bardziej konkurencyjnym i efektywnym. Poprzez nabywanie różnorodnych instrumentów finansowych wraz z dużymi indywidualnymi i instytucjonalnymi inwestorami drobni „gracze” finansują określone poczynania gospodarcze przedsiębiorstw i innych podmiotów. Dzięki temu publiczny rynek giełdowy może dawać emitentom szerszy i większy dostęp do wolnych zasobów kapitałowych.

## Ilościowy rozwój publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce

O ilościowym rozwoju całego publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce najlepiej świadczy liczba firm, których walory są dopuszczone do obrotu. Dane na ten temat znajdują się w tabeli 1. Przez pierwsze 3 lata funkcjonowania publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce liczba podmiotów emitują-

<sup>1</sup> P. Dembiński, A. Schoenenberger: *Financial markets: impossible mission?* Eco'Diagnostic, 1993, s. 23.

Tabela 1 Liczba podmiotów w publicznym obrocie

Rok	Podmioty dopuszczone do publicznego obrotu	Podmioty znajdujące się w publicznym obrocie na koniec roku	Podmioty wycofane z publicznego obrotu	Fuzje
1991	12	12	0	0
1992	6	18	0	0
1993	9	27	0	0
1994	33	59	1	0
1995	24	81	2	0
1996	27	107*	1	0
1997	96	200*	1	2
1998	56	253*	1	2
1999	18	261*	7	3
2000	13	265*	5	4
2001	12	269*	6	2
2002	10	264*	15	0

\* W tym od 1996 r. obligacje Gminy Miasta Ostrów Wielkopolski, a od 1999 r. obligacje spółki CLIF SA, oraz inni emitenci obligacji w 2002 r. Bez wszystkich funduszy inwestycyjnych mieszanych i zamkniętych oraz specjalistycznych zamkniętych funduszy inwestycyjnych, które wyemitowały certyfikaty inwestycyjne.  
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.kpwig.gov.pl](http://www.kpwig.gov.pl) oraz [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl)

cych lub wprowadzających swoje akcje na ten segment rynku finansowego rosła dość powoli. Przełom przyniósł dopiero 1994 r., kiedy Komisja Papierów Wartościowych dopuściła do obrotu walory aż 33 nowych spółek. Lata 1995 i 1996, ze względu na duże trudności z uplasowaniem nowych emisji akcji na publicznym rynku kapitałowym w końcu 1994 i w 1995 r., przyniosły spadek liczby spółek wchodzących na ten rynek. Poprawa sytuacji na giełdzie warszawskiej w 1996 r., skutkująca znaczącym wzrostem cen większości notowanych akcji, spowodowała w 1997 r. ponowne istotne zwiększenie się zainteresowania pozyskiwaniem środków finansowych na rynku publicznym. W całym 1997 r. Komisja Papierów Wartościowych dopuściła do obrotu akcje aż 96 nowych firm. Był to rekordowy rok, jeśli chodzi o liczbę nowych podmiotów, które weszły na rynek publiczny. Do tego niewątpliwego sukcesu

przyczyniło się dokonanie wielu prywatyzacji kapitałowych z wykorzystaniem mechanizmów rynku giełdowego przez Skarb Państwa, wprowadzanie akcji firm parterowych przez Narodowe Fundusze Inwestycyjne oraz wchodzenie na rynek publiczny dość dużej liczby firm o rodowodzie prywatnym. W następnych latach liczba nowych firm wchodzących do publicznego obrotu wykazywała silną tendencję spadkową. Znacznie pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej w Polsce i odzwierciedlenie tego faktu w zdecydowanie gorszej koniunkturze na publicznym rynku kapitałowym spowodowały bardzo silny spadek liczby nowych przedsiębiorstw wchodzących na ten rynek w latach 1999–2001. Rok 2002 przyniósł spadek liczby firm utrzymujących swoje walory w obrocie publicznym na rynku kapitałowym. Dynamiczny rozwój tego segmentu gospodarki został zahamowany.

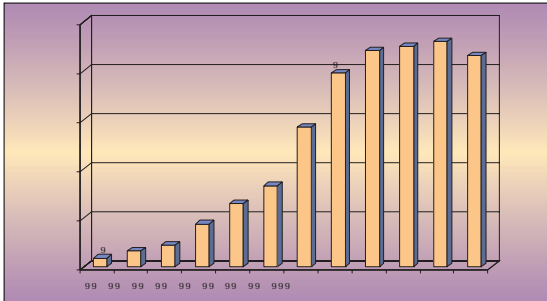
Tabela 2 Liczba spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie\* (stan na koniec roku)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Liczba spółek notowanych na parkiecie	9	16	22	44	65	83	143	198	221	225	230	216
Przyrost do roku poprzedniego (w %)	–	78	38	100	48	28	70	38	12	2	2	-6
Liczba spółek wprowadzonych do obrotu giełdowego	9	7	6	22	21	18	62	57	28	13	9	5
Liczba spółek wycofanych z obrotu giełdowego	0	0	0	0	0	0	2	2	5	9	4	19

\* Łącznie z Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl).

**Wykres 1** Liczba spółek notowanych na giełdzie warszawskiej w latach 1991-2002



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl)

Od 1991 r. do końca 1996 r. zdecydowana większość walorów firm publicznych notowana była na giełdzie warszawskiej. Dlatego w tym okresie wzrost liczby przedsiębiorstw dopuszczonych do publicznego obrotu był w sumie równoznaczny ze zwiększaniem się liczby spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Oczywiście istniała dość wąska grupa podmiotów, których akcje były dopuszczone do obrotu publicznego, a nie znajdowały się w obrocie giełdowym, lecz były przedmiotem handlu na publicznym nieregulowanym rynku pozagiełdowym. Sytuacja ta zmieniła się nieznacznie w 1996 r. wraz z powstaniem i rozpoczęciem działania przez publiczny pozagiełdowy rynek regulowany – Centralną Tabelę Ofert SA. Poczawszy od końca 1996 r. część firm wchodzących do obrotu publicznego mogła wprowadzać swoje walory na giełdę warszawską, a część na zdecydowanie tańszy dla emitentów rynek pozagiełdowy, stawiający również mniejsze wymagania. Jednak jak dotąd ten segment publicznego rynku kapitałowego jest w zupełnie początkowym stadium rozwoju. Obecnie notowanych jest tam zaledwie 21 firm, a cały rynek własnościowych instrumentów finansowych nie odgrywa istotnej roli makroekonomicz-

nej. W Polsce nie rozwinął się również publiczny rynek wierzyielskich papierów wartościowych. Dlatego o ilościowym rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 90. może świadczyć wzrost liczby notowanych na niej spółek. Dane na ten temat znajdują się w tabeli 2 oraz na wykresie.

### Rola publicznego rynku papierów wartościowych w procesie alokacji kapitałów w polskiej gospodarce

Powstanie i późniejszy dość dynamiczny ilościowy i wartościowy rozwój publicznego rynku kapitałowego w Polsce, z jego najważniejszym i dominującym segmentem – Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie, stanowi niewątpliwie jeden z dużych sukcesów transformacji gospodarczej w naszym kraju. Praktycznie całkowicie od początku, w ciągu zaledwie dziesięciu lat udało się w Polsce zbudować rozwinięty, dojrzały i dość sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy z ogromnym zapleczem instytucjonalnym, legislacyjnym oraz różnorodnością dostępnych instrumentów finansowych i przez to możliwości inwestycyjnych. Obecnie giełda ma bardzo duże znaczenie dla wielu notowanych spółek publicznych, licznego grona indywidualnych inwestorów krajowych i zagranicznych, wielu instytucji finansowych, bezpośrednio zaangażowanych w działalność inwestycyjną na giełdzie lub oferujących tylko usługi pośrednictwa lub doradztwa, w obrotach oraz dla dość licznej grupy Polaków zawodowo związanych z rynkiem kapitałowym. W tym mikroekonomicznym wymiarze rola rynku kapitałowego w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem rynku giełdowego, jest bardzo duża. Należy jednak zauważyć, że z makroekonomicznego punktu widzenia giełda warszawska oraz, w szerszym ujęciu, cały publiczny rynek

**Tabela 3** Relacja kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie do wielkości produktu krajowego brutto Polski (stan na koniec roku, ceny bieżące)

Rok	Kapitalizacja giełdy (w mln PLN)	Wielkość PKB Polski (w mln PLN)	Relacja kapitalizacji do PKB (w %)
1991	104	80.882,9	0,13
1992	338	114.944,2	0,29
1993	5.803	155.780,0	3,73
1994	7.375	210.407,3	3,51
1995	10.688	308.103,7	3,47
1996	25.212	358.448,1	7,03
1997	43.766	469.327,1	9,33
1998	72.442	549.466,7	13,18
1999	123.411	615.115,3	20,06
2000	130.085	684.926,1	18,99
2001	103.370	749.311,0	13,80
2002	110.564	777.311,0*	14,21

\* dane wstępne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Roczników statystycznych za lata 1991-2001, [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl) oraz [www.kpwi.gov.pl](http://www.kpwi.gov.pl)

Tabela 4 *Kapitalizacja giełdowa notowanych spółek (stan na koniec roku, ceny bieżące)*

Rok	Kapitalizacja giełdowa notowanych spółek			Stosunek kapitalizacji giełdowej do kapitalizacji rejestrowej (w %)	
	ogółem (w mln zł)	sprywatyzowanych (w mln zł)	udział w kapitalizacji (w %)	spółki ogółem	w tym sprywatyzowane
1991	137	137	100	82	82
1992	323	178	55	92	90
1993	4.528	2.465	54	71	69
1994	6.431	3.048	47	86	90
1995	9.708	4.821	50	86	89
1996	20.039	8.831	44	83	89
1997	37.204	21.405	58	85	88
1998	40.928	24.342	59	56	48
1999	79.313	45.368	57	64	54

Źródło: [www.mg.gov.pl](http://www.mg.gov.pl)

papierów wartościowych nie odgrywają jeszcze poważnej roli w gospodarce polskiej. Najlepszą miarą skromnego znaczenia makroekonomicznego giełdy w gospodarce danego kraju jest stosunek wielkości kapitalizacji giełdowego rynku akcji do wartości produktu krajowego brutto. Dane na ten temat znajdują się w tabeli 3. Większość ekspertów zajmujących się tą tematyką uważa przy tym, że przyzwoite minimum tego wskaźnika dla krajów rozwijających się wynosi 20%. Dopiero po jego przekroczeniu można mówić o poważnej roli makroekonomicznej giełdy papierów wartościowych w gospodarce danego państwa<sup>2</sup>.

Stosunek kapitalizacji rynku akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do wielkości produktu krajowego brutto Polski w latach 1991–1999 systematycznie rósł. Było to odzwierciedleniem faktu, że pomimo kilkakrotnych, bardzo gwałtownych zmian koniunktury na giełdzie trwał ilościowy, a przez to również wartościowy rozwój rynku. Jedynie bardzo głęboka bessa z przełomu marca i kwietnia 1994 r., zdołała doprowadzić do stagnacji wartości tego wskaźnika na poziomie około 3,4 – 3,7% w latach 1993–1995. Po 1995 r. wielkość tego wskaźnika zaczęła znacząco rosnąć, tak że na koniec 1999 r. przekroczyła wspomniany wcześniej krytyczny poziom 20%. Było to przede wszystkim spowodowane wielkimi prywatyzacjami, w których wykorzystywano m. in. mechanizmy publicznego rynku kapitałowego w Polsce. Powodowały one skokowe wzrosty kapitalizacji rynku akcji na giełdzie w Warszawie. Po 1999 r. obserwowaliśmy stopniowe zmniejszanie się wielkości relacji kapitalizacji giełdy do wartości produktu krajowego brutto; udało się je zatrzymać w 2002 r.. To zjawisko, niekorzystne dla całego publicznego rynku kapitałowego w naszym kraju, świadczące o spadku makroekonomicznego znaczenia giełdy w polskiej gospodarce, spowodowane jest z jednej strony zahamowaniem ilościowego rozwoju rynku,

a z drugiej strony panującą od kilkadziesiąt miesięcy niekorzystną koniunkturą na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Należy zauważyć, że poziom 20% kapitalizacji giełdowego rynku akcji w stosunku do wielkości produktu krajowego brutto, uznawany przez większość ekspertów za minimalny, został przekroczony tylko raz, na koniec 1999 r.

Prezentowana w tabeli 3 wielkość kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie to tak zwana kapitalizacja rejestrowa. Powstaje ona w wyniku przemnożenia wszystkich wyemitowanych przez daną spółkę akcji przez ich aktualny kurs. Wartości te dla wszystkich notowanych firm są następnie sumowane i dają tzw. kapitalizację rejestrową całej giełdy. Niektórzy eksperci, słusznie moim zdaniem, twierdzą, że nie jest to właściwa miara rzeczywistej kapitalizacji danego rynku. Autorzy ci uważają, że dokładniejszą i poprawniejszą miarą kapitalizacji danej giełdy jest tylko suma wartości akcji dopuszczonych do obrotu na tym rynku. Tak zwana kapitalizacja giełdowa, będąca właśnie sumą wartości wszystkich akcji dopuszczonych do obrotu giełdowego, lepiej informuje o rzeczywistych możliwościach zawierania transakcji na danym rynku, a przez to o wielkości i makroekonomicznym znaczeniu tego rynku. Kapitalizacja giełdowa jest więc lepszą miarą kapitalizacji danej giełdy niż wcześniej prezentowana kapitalizacja rejestrowa. Jednak ze względu na brak zagregowanych danych na ten temat oraz bardzo dużą pracochłonność i uciążliwość samodzielnego przeliczania kapitalizacji rejestrowej na giełdową w praktyce do porównań i analiz zazwyczaj stosuje się kapitalizację rejestrową, z pełną świadomością jej ułomności. Informacje na temat relacji między kapitalizacją rejestrową a kapitalizacją giełdową dla parkietu warszawskiego znajdują się w tabeli 4.

Relacja kapitalizacji rejestrowej do rzeczywistej kapitalizacji giełdowej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w pierwszych latach jej funkcjonowania, aż do 1997 r., utrzymywała się na dość wysokim poziomie – powyżej 70%. Tak wysoka wielkość

<sup>2</sup> *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego do roku 2002*. Praca zbiorowa pod red. E. Pietrzaka. Gdańsk 1998 Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, s. 3.

tego wskaźnika, będącego relacją wartości rynkowej akcji dopuszczonych do obrotu giełdowego do wartości rynkowej wszystkich wyemitowanych akcji, świadczyła, że spółki wprowadzały zdecydowaną większość swoich walorów na giełdę warszawską. Obserwowany w późniejszych latach gwałtowny spadek tej relacji wynikał w dużym stopniu z wprowadzenia do obrotu giełdowego jedynie niewielkiej części wszystkich akcji Telekomunikacji Polskiej SA. Reasumując, poczynając od 1997 r. kapitalizacja giełdowa parkietu warszawskiego kształtuje się na znacznie niższym poziomie niż kapitalizacja rejestrowa, co świadczy o jeszcze mniejszej roli i znaczeniu giełdy w polskiej gospodarce. Kapitalizacja giełdowa w naszym kraju nigdy nie przekroczyła poziomu 20% produktu krajowego brutto, co uznawane jest przez ekspertów za niezbędne minimum, aby giełda mogła odgrywać znaczącą rolę makroekonomiczną w państwie.

O skromnej roli makroekonomicznej publicznego rynku kapitałowego w Polsce decyduje również to, że wciąż w niedostatecznym stopniu wypełnia on swoją podstawową funkcję – mechanizmu alokacji kapitałów w gospodarce. Zagadnienie to można zobrazować prezentując dane o wartości wszystkich ofert publicznych. Informacje na ten temat znajdują się w tabeli 5. Dane te obejmują nie tylko wartość ofert publicznych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, ale także informacje na temat wielkości ofert publicznych na regulowanym rynku pozagiełdowym – Centralnej Tabeli Ofert SA oraz na publicznym rynku pozagiełdowym. Jednak ze względu na bardzo silną pozycję giełdy warszawskiej na całym publicznym rynku kapitałowym w Polsce odnoszą się one głównie do parkietu warszawskiego. Wartość akcji będących przedmiotem wszystkich ofert publicznych świadczy w przybliżeniu o wielkości, a przez to o znaczeniu makroekonomicznym całego publicznego rynku kapitałowego w Polsce, jako mechanizmu alokacji zasobów w gospodarce naszego kraju. Ze względu na prawie całkowity brak publicznego rynku korporacyjnych instrumentów wierzycielskich właśnie ten segment publicznego rynku kapitałowego pozwala najlepiej oszacować wielkość i znaczenie całego polskiego publicznego rynku papierów wartościowych jako mechanizmu alokacji kapitałów w gospodarce. Na rynku pierwotnym kapitał przepływa bowiem od pierwszych nabywców danych walorów w ofercie publicznej do emitenta, czyli firmy wchodzącej na publiczny rynek kapitałowy lub już znajdującej się na nim, albo do wprowadzającego – zazwyczaj do tymczasowego właściciela upublicznianej spółki. W tych przypadkach mamy w praktyce do czynienia z alokacją kapitałów poprzez mechanizmy publicznego rynku kapitałowego. Jeśli gotówka trafia bezpośrednio od inwestorów do przedsiębiorstwa, sprawa jest oczywista, ponieważ w ten sposób firma jest zasilana nowymi środkami pieniężnymi, które może przeznaczyć na

określone cele gospodarcze. W drugim przypadku, kiedy kapitał trafia od inwestorów do wprowadzających będących poprzednimi właścicielami danego przedsiębiorstwa, zagadnienie nie jest już tak jednoznaczne. Jednak zdaniem większości praktyków, również w tym przypadku mamy do czynienia z alokacją kapitałów poprzez publiczny rynek kapitałowy. Następuje bowiem przepływ określonych środków pieniężnych poprzez mechanizmy rynku pierwotnego od pierwszych nabywców danych walorów w ofercie publicznej. Wprowadzający upłynniają określone aktywa finansowe i uzyskują dzięki temu pewną ilość gotówki, którą mogą przeznaczyć na dowolne potrzeby konsumpcyjne lub inwestycyjne. Wielkość i znaczenie danego rynku jako mechanizmu alokacji kapitałów są zazwyczaj mierzone wartością ofert publicznych rynku pierwotnego. Rynek wtórny jest również bardzo ważny i także w pewnym sensie spełnia funkcje alokacyjne. Jednak ze względu na fakt, że w tym przypadku nowe zasoby kapitałów nie trafiają do określonych jednostek gospodarczych, a jedynie przepływają pomiędzy różnymi inwestorami, nie można mówić o bezpośredniej alokacji kapitałów od inwestorów do podmiotów gospodarczych. Dlatego wartość obrotów rynku wtórnego nie jest zazwyczaj właściwą miarą wielkości i znaczenia alokacji kapitałów dokonującej się poprzez dany rynek papierów wartościowych.

Dane znajdujące się w tabeli 5 świadczą o bardzo niewielkiej, wręcz symbolicznej roli całego publicznego rynku kapitałowego, w tym szczególnie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w procesie alokacji kapitałów w gospodarce polskiej. Wartość wszystkich ofert publicznych, będących sumą pierwszych ofert publicznych przeprowadzanych przez podmioty wchodzące na publiczny rynek kapitałowy oraz podwyższeń kapitałów dokonywanych przez spółki już znajdujące się w obrocie publicznym, jest z makroekonomicznego punktu widzenia symboliczna. W rekordowym pod tym względem 1998 r. osiągnęła nieco ponad 8 mld zł, czyli około 2 mld USD, co z punktu widzenia gospodarki 38-milionowego kraju jest wielkością nader skromną. Ponadto wartość ofert publicznych jest bardzo niestabilna. Jej znaczący wzrost w latach 1997–1999 wiązał się przede wszystkim z przeprowadzaniem przez Skarb Państwa wielkich prywatyzacji z wykorzystaniem mechanizmów publicznego rynku giełdowego. Wydarzenia te już nigdy nie powtórzą się więc na taką skalę i nie świadczą o długookresowym wzroście alokacyjnej roli publicznego rynku kapitałowego, w tym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w polskiej gospodarce. Brak wielkich prywatyzacji w dwóch ostatnich latach doprowadził już do wyraźnego spadku wartości wszystkich ofert publicznych, co świadczy o zmniejszającej się roli publicznego rynku papierów wartościowych i giełdy warszawskiej w alokacji kapitałów w gospodarce naszego kraju.

Tabela 5 Wartość wszystkich ofert publicznych oraz wielkość pierwszych ofert publicznych (w mln PLN, ceny bieżące)\*

Rok	Liczba ofert publicznych	Liczba IPO*	Liczba podwyższeń kapitału	Wartość ofert publicznych	Wartość IPO**	Wartość emisji podwyższeń kapitału
1994	54	10	44	2.091	841	1.249
1995	32	6	26	882	589	292
1996	48	1	47	1.432	32	1.400
1997	90	16	74	7.921	4.613	3.308
1998	73	14	59	8.039	4.241	3.798
1999	54	5	49	4.923	2.418	2.504
2000	62	5	57	4.072	232	3.840
2001	27	1	26	2.918	2	2.916
2002	–	–	–	575	9	566

\* Ponadto w 2002 r. dokonano publicznych emisji obligacji korporacyjnych (w tym obligacji zamiennych na akcje) i obligacji municypalnych, dzięki którym emienci zdołali pozyskać 1.965.000.000 zł na rynku publicznym.

Zdaniem niektórych badaczy zajmujących się tą tematyką znaczna część firm wchodzących na warszawską giełdę to były przedsiębiorstwa państwowe, prywatyzowane metodą kapitałową z wykorzystaniem mechanizmów publicznego rynku papierów wartościowych. W takich przypadkach Skarb Państwa przejmował większość wpływów z tytułu kolejnych ofert publicznych. Środki te w zdecydowanej większości były przeznaczane na finansowanie bieżących deficytów budżetowych. Doszło więc do wypaczenia alokacyjnej roli całego publicznego rynku kapitałowego. W założeniu ma on bowiem umożliwiać efektywny, swobodny i tani przepływ prywatnych funduszy od inwestorów do najbardziej rentownych lub mających najlepsze perspektywy rozwoju firm prywatnych, dostarczając im w ten sposób, po rozsądnym koszcie, kapitały na niezbędne inwestycje. Tymczasem w Polsce, według danych szacunkowych, ponad 60% środków uzyskanych na publicznym rynku akcji trafiło do budżetu państwa. Gdyby uwzględnić jeszcze obligacje, udział budżetu państwa we wpływach z tytułu oferowania papierów wartościowych na publicznym rynku kapitałowym, w tym głównie na warszawskiej giełdzie, ukształtowałby się na jeszcze wyższym poziomie – zdecydowanie powyżej 80%. Sytuacja taka, zdaniem badaczy, dodatkowo osłabia alokacyjną rolę całego publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce i zmniejsza jego znaczenie makroekonomiczne<sup>3</sup>. Z drugiej jednak strony należy zauważyć, że były przedsiębiorstwa państwowe, prywatyzowane metodą kapitałową i wchodzące na rynek publiczny, istotnie przyczyniały się do rozwoju całego rynku, szczególnie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Bez dopływu nowych spółek o rodowodzie państwowym tak dynamiczny rozwój giełdy w Polsce w ostatnich dziesięciu latach nie byłby prawdopodobnie możliwy.

Warto więc zwrócić uwagę na rolę publicznego rynku kapitałowego w procesach prywatyzacji oraz w reformie systemu emerytalnego w Polsce. Tworzenie ram prawnych i instytucjonalnych publicznego rynku papierów wartościowych na przełomie 1990 i 1991 r. było podporządkowane koncepcji prywatyzacji kapitałowej najlepszych przedsiębiorstw państwowych, która w dużym stopniu miała się opierać na przekształceniach własnościowych bazujących na ofertach publicznych. Podejście takie przesądziło o ostatecznym kształcie i treści ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 roku<sup>4</sup>. Powstający w Polsce w pierwszej połowie lat 90. rynek kapitałowy, w tym szczególnie publiczny rynek papierów wartościowych ze swoim centralnym i najważniejszym segmentem – warszawską giełdą, miał za zadanie umożliwić efektywną, szybką, skuteczną i masową prywatyzację kapitałową największych i jednocześnie często najlepszych przedsiębiorstw państwowych. Początkowo wszystkie firmy publiczne miały rodowód państwowy. Pierwsze spółki dopuszczone do publicznego obrotu, które nie powstały w wyniku przekształceń przedsiębiorstw państwowych, pojawiły się dopiero w 1992 r. Z tego powodu należy podkreślić, że publiczny rynek kapitałowy w Polsce wraz z infrastrukturą prawną i organizacyjną został stworzony przede wszystkim na potrzeby prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Również później prywatyzacja wywierała największy i w sumie najważniejszy wpływ na dalszy rozwój tego obszaru gospodarki.

Mimo tych ambitnych założeń publiczny rynek kapitałowy w Polsce nie został należycie wykorzystany jako mechanizm umożliwiający szybką i masową prywatyzację. Z początkowej liczby 8.441 przedsiębiorstw państwowych w 1989 r.<sup>5</sup> tylko niewielka część trafiła

<sup>3</sup> *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego do roku 2002*. Praca zbiorowa pod red. E. Pietrzaka, op.cit., s. 4.

<sup>4</sup> Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 r. Dz.U. z 1991 nr 35, poz. 155.

<sup>5</sup> *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego do roku 2002*. Praca zbiorowa pod red. E. Pietrzaka, op.cit., s. 16.

**Tabela 6** Porównanie wartości wszystkich wpływów z prywatyzacji z wielkością środków pozyskanych przez Skarb Państwa na rynku publicznym (w mln zł, w cenach bieżących)

Rok	Wszystkie wpływy z prywatyzacji	Środki pozyskane przez Skarb Państwa na rynku publicznym w wyniku prywatyzacji	Relacja środków uzyskanych na rynku publicznym do wielkości wszystkich wpływów z prywatyzacji (w %)
1991	170	151,7	89,24
1992	309	89,5	28,96
1993	440	177,7	40,39
1994	847	753,4	88,95
1995	1.722	1.375,6	79,88
1996	1.959	960,7	49,04
1997	6.636	4.133,1	62,28
1998	7.069	4.150,0	58,71
1999	13.343	2.504,0	18,77
2000	27.200	231,8	0,85
2001	6.491	0	0
2002	2.178	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.msp.gov.pl](http://www.msp.gov.pl).

na rynek publiczny, w tym na warszawską giełdę. Miało to wiele całkowicie obiektywnych przyczyn. Przede wszystkim zdecydowana większość przedsiębiorstw państwowych znajdowała się w tak złej sytuacji ekonomicznej, że ich walory nie mogły być przedmiotem skutecznych ofert publicznych. Ponadto wiele przedsiębiorstw państwowych było firmami zbyt małymi, aby ich prywatyzacja z wykorzystaniem mechanizmów publicznego rynku papierów wartościowych, szczególnie rynku giełdowego, mogła być wykonalna i zarazem opłacalna. Pewną próbą umasowienia prywatyzacji w Polsce z wykorzystaniem publicznego rynku kapitałowego był Program Powszechnej Prywatyzacji, w którym uczestniczyło 512 przedsiębiorstw państwowych. Jak dotąd bardzo niewielka ich część trafiła na publiczny rynek papierów wartościowych. Z tego punktu widzenia Program zakończył się więc prawie całkowitym niepowodzeniem.

Należy jednak zauważyć, że chociaż publiczny rynek papierów wartościowych, w tym giełda warszawska, nie zostały należycie wykorzystane do przeprowadzenia masowej prywatyzacji w Polsce w latach 90., jednak stanowiły bardzo dobrą platformę wspierającą i często umożliwiającą przekształcenia własnościowe największych przedsiębiorstw państwowych. Trzeba tu wymienić takie firmy, jak Bank Handlowy w Warszawie SA (1997 r.), KGHM Polska Miedź SA (1997 r.), Bank Pekao SA (1998 r.), Telekomunikacja Polska SA (1998 r.) czy Polski Koncern Naftowy SA (1999 r.). W każdym z tych przypadków publiczny rynek giełdowy umożliwił sprawną dystrybucję tytułów własności, a następnie zapewnił ich dość wysoką płynność na rynku wtórnym. Umożliwił również sprzedaż tych dość atrakcyjnych i dużych przedsiębiorstw państwowych, opartą na relatywnie szerokiej bazie drobnych krajowych inwestorów indywidualnych oraz krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Ponadto

publiczny rynek kapitałowy pozwolił w pewnym stopniu na przezwyciężenie problemu braku kapitału krajowego i trudności z płynnym wprowadzaniem aktywnego, prywatnego nadzoru właścicielskiego, zdolnego do skutecznego prowadzenia kontroli oraz kierowania tymi byłymi przedsiębiorstwami państwowymi i restrukturyzowania ich. Dane na temat relacji między wartością wszystkich wpływów z prywatyzacji a ilością środków pozyskanych przez Skarb Państwa na rynku publicznym w wyniku prywatyzacji znajdują się w tabeli 6.

Informacje te świadczą o bardzo dużym znaczeniu publicznego rynku kapitałowego dla prywatyzacji w Polsce w latach 90. w ujęciu wartościowym. Aż do 2000 r. znacząca część wszystkich wpływów z tytułu przekształceń własnościowych w gospodarce polskiej pochodziła z prywatyzacji kapitałowej, wykorzystującej mechanizmy publicznego rynku papierów wartościowych. W ostatnich latach obserwuje się gwałtowne zmniejszanie się relacji między ilością środków pozyskanych przez Skarb Państwa na publicznym rynku kapitałowym w wyniku procesów prywatyzacji a wartością wszystkich wpływów z tytułu prywatyzacji. Sytuacja taka wywiera zdecydowanie niekorzystny wpływ na dalszy rozwój publicznego rynku papierów wartościowych w naszym kraju oraz na zwiększanie się makroekonomicznej roli publicznego rynku kapitałowego w całej polskiej gospodarce.

O bardzo dużym znaczeniu prywatyzacji dla powstania, istnienia i późniejszego rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie świadczy relacja między kapitalizacją spółek o rodowodzie państwowym a kapitalizacją wszystkich notowanych firm. Wartość tego wskaźnika w latach 90. podlegała dużym wahaniom, jednak utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie. Również udział spółek o rodowodzie państwowym w ogólnej liczbie wszystkich notowanych firm w latach 90. kształtował się na dość wysokim po-

ziomie – powyżej 25%, chociaż relacja ta wykazuje silną, stałą tendencję spadkową.

Powstanie i późniejszy rozwój całego rynku kapitałowego w Polsce w latach 90., ze szczególnym uwzględnieniem publicznego rynku papierów wartościowych oraz giełdy warszawskiej umożliwiły rozpoczęcie reformy systemu emerytalnego. Polega ona w dużym stopniu na zastąpieniu dotychczasowego mechanizmu repartycyjnego nowym systemem kapitałowym. Związane z tym powstanie i rozpoczęcie działalności operacyjnej przez otwarte fundusze emerytalne oraz pracownicze fundusze emerytalne nie byłoby możliwe bez istnienia w Polsce publicznego rynku kapitałowego, w tym szczególnie rynku giełdowego. Dzięki niezwykle dynamicznemu rozwojowi publicznego rynku kapitałowego w Polsce, w tym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, oraz osiągnięciu odpowiedniej wielkości, płynności i efektywności przez ten sektor gospodarki, możliwe stało się rozpoczęcie działalności operacyjnej przez ponad dwadzieścia otwartych funduszy emerytalnych na początku 1999 r. Rozpoczęto w ten sposób reformę całego systemu zabezpieczeń społecznych w naszym kraju. Pojawienie się tej nowej, licznej i ważnej grupy inwestorów instytucjonalnych zmieniło panoramę oraz w pewnym stopniu sposób funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego. Dość szybko i na znaczną skalę zaczęła maleć rola krajowych inwestorów indywidualnych na rzecz dużych inwestorów instytucjonalnych. Zdaniem wielu ekspertów, dzięki temu rynek kapitałowy w Polsce będzie stawał się coraz bardziej stabilny i przez to efektywny.

Z przeprowadzanych analiz wynika, że aktywa funduszy emerytalnych w Polsce w 2010 r., mierzone w cenach bieżących, ukształtują się na poziomie od 195 mld zł do 227 mld zł. Te same prognozy szacują wielkość aktywów funduszy emerytalnych w cenach bieżących w 2020 r. od 501 mld zł do 669 mld zł<sup>6</sup>. Fundusze emerytalne staną się jednymi z najważniejszych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym. Już obecnie są jednym z największych i najważniejszych inwestorów giełdowych, lokując ponad 30% swoich aktywów we własnościowe papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu giełdowego.

Twórcy reformy systemu emerytalnego w Polsce zakładali, że tak znaczny napływ środków pieniężnych do otwartych funduszy emerytalnych będzie dynamizował rozwój całego publicznego rynku papierów wartościowych, w tym szczególnie giełdy warszawskiej. Zasoby te poprzez mechanizmy publicznego rynku kapitałowego będą trafiać do poszczególnych podmiotów gospodarczych i służyć finansowaniu gospodarki polskiej, co będzie się przyczyniać do rozwoju ekonomicznego całego kraju. W ciągu kilku ostatnich lat z sytuacją taką nie mieliśmy jednak do czynienia. Zahamowanie

rozwoju ilościowego i wartościowego całego publicznego rynku kapitałowego spowodowało, że wartość aktywów funduszy emerytalnych zaczyna być zbyt duża w stosunku do wielkości całego publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce. Instytucje te stają się dominującymi uczestnikami obrotów. Skutkiem tego konkurencja oraz wolna „gra inwestycyjna” na publicznym rynku kapitałowym stopniowo traci swój sens. Spowodowała to bardzo silna dominacja jednego typu uczestników tej „gry” – funduszy emerytalnych. Ponadto większość ich aktywów nie jest lokowana i nie trafia poprzez mechanizmy publicznego rynku kapitałowego do przedsiębiorstw prywatnych. Środki te nie służą więc finansowaniu i rozwojowi polskiej gospodarki. Zdecydowana większość środków finansowych funduszy emerytalnych jest przeznaczana na zakup skarbowych papierów wartościowych na hurtowym rynku pozagiełdowym. Służy wobec tego do finansowania rosnących deficytów budżetowych i stopniowo zwiększającego się długu publicznego.

Należy zauważyć, że publiczny rynek kapitałowy umożliwił rozpoczęcie reformy systemu emerytalnego w Polsce. Aby zmiany te mogły korzystnie oddziaływać na całą gospodarkę naszego kraju niezbędny jest jednak dalszy ilościowy i wartościowy rozwój całego publicznego rynku papierów wartościowych, zwłaszcza giełdy warszawskiej. Z drugiej strony rosnące aktywa otwartych funduszy emerytalnych powinny w przyszłości przyczyniać się do rozwoju całego rynku kapitałowego oraz zapewniać finansowanie, po rozsądnym koszcie, wielu projektów inwestycyjnych i przedsięwzięć gospodarczych w Polsce.

### Publiczny rynek kapitałowy a sektor bankowy w Polsce

Kończąc omawianie niewielkiej alokacyjnej roli publicznego rynku kapitałowego w Polsce, którego segmentem zdecydowanie dominującym pod względem wartościowym i ilościowym jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, należy go porównać z sektorem banków komercyjnych. Aczkolwiek prezentowane wielkości nie mogą być bezpośrednio porównywane, jednak pozwalają na przedstawienie ogólnych zależności i tendencji występujących w gospodarce naszego kraju. Tabela 7 zawiera porównanie kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z wielkością aktywów wszystkich banków komercyjnych działających w Polsce, w relacji do wartości produktu krajowego brutto. Można zauważyć, że stosunek aktywów banków komercyjnych do produktu krajowego brutto wahał się w badanym okresie wokół 60%. W ostatnich latach wartość tego wskaźnika wykazuje tendencję wzrostową. Stosunek kapitalizacji giełdy warszawskiej do produktu krajowego brutto stopniowo rósł, osiągając

<sup>6</sup> www.knuife.gov.pl - Rynek funduszy emerytalnych w roku 2000, s. 12.



**Tabela 7** Porównanie kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z wielkością aktywów banków komercyjnych i produktem krajowym brutto (stan na koniec roku, w cenach bieżących)

Rok	Kapitalizacja giełdy warszawskiej (w mln zł)	Relacja kapitalizacji do PKB (w %)	Aktywa banków komercyjnych (w mln zł)	Relacja aktywów do PKB (w %)
1993	5.803	3,73	91.633,1	58,82
1994	7.375	3,51	120.952,9	57,49
1995	10.688	3,47	160.064,3	51,96
1996	25.212	7,03	207.111,7	57,78
1997	43.766	9,33	259.636,0	55,32
1998	72.442	13,18	332.633,2	60,54
1999	123.411	20,06	380.915,5	61,93
2000	130.085	18,99	452.688,3	66,09
2001	103.370	13,80	505.841,0	67,51
2002	110.564	14,21	502.042,7	64,59

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Statystycznych za lata 1991-2001, [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl), [www.kpwig.gov.pl](http://www.kpwig.gov.pl) oraz [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

maksymalną wartość nieco powyżej 20% na koniec 1999 r., a następnie w ciągu kilku ostatnich lat zaczął się zmniejszać. Dane przedstawione w tabeli 7 nie są bezpośrednio porównywalne, ponieważ wielkość aktywów banków komercyjnych to nie to samo, co kapitalizacja danego rynku kapitałowego. Dowodzą jednak relatywnie niewielkiej roli giełdy warszawskiej w polskiej gospodarce oraz zdecydowanej przewagi sektora banków komercyjnych nad rynkiem giełdowym. Rozbieżność badanych trendów, tj. zwiększająca się w ostatnich latach relacja aktywów banków komercyjnych do produktu krajowego brutto oraz zmniejszający się stosunek kapitalizacji giełdy warszawskiej do produktu krajowego brutto, świadczy o umacnianiu się pozycji banków komercyjnych i jednocześnie słabnącej roli giełdy warszawskiej w gospodarce.

Tabela 8 zawiera informacje o wartości wszystkich ofert publicznych oraz sumie należności banków ko-

mercyjnych od niefinansowych podmiotów gospodarczych w relacji do wielkości nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe. Pozwala w przybliżeniu porównać alokacyjną rolę całego publicznego rynku kapitałowego w Polsce z sektorem bankowym. Wartość wszystkich ofert publicznych świadczy o ilości kapitałów zmobilizowanych na całym publicznym rynku papierów wartościowych. Ze względu na wspomnianą dominującą pozycję giełdy warszawskiej zdecydowana większość emisji, zarówno pod względem ilościowym, jak i wartościowym, miała miejsce na tym parkiecie. Wielkość należności banków komercyjnych od niefinansowych podmiotów gospodarczych obrazuje sumę wszystkich kredytów oraz innych roszczeń sektora bankowego od firm i instytucji produkcyjnych lub usługowych. Suma należności banków komercyjnych nie może być utożsamiana z wielkością udzielonych w danym roku kredytów, ponieważ znaczna część pożyczek bankowych to

**Tabela 8** Porównanie wartości wszystkich ofert publicznych z wielkością należności banków komercyjnych od niefinansowych podmiotów gospodarczych oraz wielkością nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe (stan na koniec roku, w cenach bieżących)

Rok	Wartość ofert publicznych (w mln)	Relacja wartości ofert publicznych do wielkości nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe (w %)	Należności banków komercyjnych od niefinansowych podmiotów gospodarczych (w mln zł)	Relacja należności banków od niefinansowych podmiotów gospodarczych do wielkości nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe (w %)
1994	2.090,6	6,24	38.214,4	114,11
1995	881,5	1,88	50.589,2	108,14
1996	1.431,9	2,20	68.330,0	105,0
1997	7.921,0	8,83	87.766,2	97,82
1998	8.039,0	7,16	109.505,2	97,49
1999	4.922,6	3,92	130.007,0	103,55
2000	4.071,9	3,07	145.931,4	110,15
2001	2.918,2	2,41	153.732,8	126,91
2002	2.540,0	2,26	153.287,4	136,36

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Roczników Statystycznych za lata 1991-2001, [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl), [www.kpwig.gov.pl](http://www.kpwig.gov.pl) oraz [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

środki finansowe, które są udostępniane kredytobiorcom na okres powyżej jednego roku. Dlatego są one uwzględniane w sumie należności banków komercyjnych od niefinansowych podmiotów gospodarczych w kolejnych latach, aż do całkowitej spłaty kredytu przez dłużnika. Z tego względu wartość wszystkich ofert publicznych nie może być bezpośrednio porównywana z sumą należności banków komercyjnych od niefinansowych podmiotów gospodarczych. Pozwala jednak na przedstawienie podstawowych zależności i tendencji w dziedzinie alokacji kapitałów w całej gospodarce oraz roli sektora bankowego i publicznego rynku kapitałowego. Pomimo wszystkich wspomnianych ułomności dane znajdujące się w tabeli 8 przedstawiają ogromną dysproporcję między publicznym rynkiem papierów wartościowych a sektorem banków komercyjnych w zakresie alokacji kapitałów w polskiej gospodarce. Rola publicznego rynku kapitałowego, w tym giełdy warszawskiej, jest znikoma. Ponadto w ostatnich latach obserwuje się tendencję do umacniania się alokacyjnej roli sektora banków komercyjnych oraz osłabienie pozycji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dokonując takich porównań, trzeba również zwrócić uwagę na fakt, że wiele dużych banków komercyjnych w Polsce jest spółkami publicznymi notowanymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Z jednej strony zwiększają przez to kapitalizację całego rynku giełdowego oraz wartość wszystkich ofert publicznych. Z drugiej jednak strony wykorzystując środki pozyskane na publicznym rynku papierów wartościowych do finansowania swej podstawowej działalności kredytowej przyczyniają się do relatywnego spadku alokacyjnej roli rynku kapitałowego w gospodarce na rzecz sektora bankowego. Sytuacja taka czyni wszelkie tego typu porównania jeszcze mniej przejrzystymi i obiektywnymi. Jednak ze względu na zaprezentowane wcześniej ogromne dysproporcje między publicznym rynkiem kapitałowym a sektorem bankowym nie zmienia to wyciągniętych poprzednio wniosków.

## Zakończenie

Nie ulega wątpliwości, że rola publicznego rynku kapitałowego, w tym giełdy warszawskiej, w alokacji zasobów w polskiej gospodarce jest bardzo mała. Potrzeby gospodarki oraz możliwości kapitałowe, techniczne i organizacyjne rynku są wykorzystywane i zaspokajane w niewielkim zakresie. Należy jednak zauważyć, że zastąpienie mechanizmu alokacji zasobów, opartego głównie na centralnym planowaniu, mechanizmem rynkowym nie jest łatwe i szybkie. Wymaga przezwyciężenia wielu barier i ograniczeń o charakterze ekonomicznym, psychologicznym, organizacyjnym i prawnym. Z jednej strony konieczne jest uświadomienie sobie przez przedsiębiorstwa korzyści, jakie mogą odnieść gromadząc kapitały w drodze publicznych subskrypcji. Z drugiej strony posiadacze nadwyżek finansowych, zachęteni wyższymi zyskami możliwymi do osiągnięcia z tytułu inwestycji na rynku kapitałowym, muszą zacząć w szerszym stopniu udostępniać swoje zasoby. Cały rynek musi zaś być zbudowany, regulowany i nadzorowany w ten sposób, aby maksymalnie ograniczyć koszty swego działania i zarazem zmaksymalizować swoją efektywność. Niezbędne jest również istnienie sprawnych instytucji pośrednictwa finansowego, które ułatwiłyby transfer nadwyżek pieniężnych od kapitałodawców do kapitałobiorców. Obserwacja rozwoju polskiego rynku kapitałowego pozwala stwierdzić, że po ponad dziesięciu latach budowy i rozwoju zostały stworzone techniczne, organizacyjne i regulacyjne podstawy szerszego wykorzystania mechanizmów publicznego rynku papierów wartościowych w transferze i alokacji kapitałów w gospodarce. Możliwości te nie są jednak obecnie wykorzystywane. Potrzeby rozwojowe przedsiębiorstw finansowane są głównie ze źródeł wewnętrznych lub poprzez sektor bankowy. Cały polski system finansowy ewoluuje więc w kierunku systemu finansowego z dominującą rolą banków, który jest charakterystyczny dla większości państw Europy kontynentalnej.

## Wykaz cytowanej literatury

1. J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski: *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*. Warszawa 2001 PWN.
2. P. Dembiński, A. Schoenenberger: *Financial markets: impossible mission?* Eco'Diagnostic 1993.
3. F. S. Mishkin, S. G. Eakins: *Financial markets and institutions*. Longman 2000.
4. Roczniki Statystyczne Głównego Urzędu Statystycznego za lata 1991–2001.
5. *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego do roku 2002*. Praca pod red. E. Pietrzaka, Gdańsk 1998 Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową.
6. Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 r. Dz.U. z 1991 nr 35, poz. 155.

### **Źródła internetowe**

**www.gpw.com.pl** – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

**www.knuife.gov.pl** – Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych

**www.kpwig.gov.pl** – Komisja Papierów Wartościowych i Giełd

**www.mg.gov.pl** – Ministerstwo Gospodarki

**www.mofnet.gov.pl** – Ministerstwo Finansów

**www.msp.gov.pl** – Ministerstwo Skarbu Państwa

**www.nbp.pl** – Narodowy Bank Polski