

Współzależności pomiędzy prywatyzacją a publicznym rynkiem akcji**

Wprowadzenie

W gospodarkach byłych krajów socjalistycznych, przed rozpoczęciem procesu transformacji systemowej, rynek finansowy występował w szacunkowych formach (por. [Polański, 1995, s. 42- 83]). Poza systemem bankowym oraz słabo rozwiniętym sektorem ubezpieczeń brak było innych instytucji, spełniających rolę pośredników finansowych. Podmioty gospodarcze (przedsiębiorstwa) pozyskiwały środki niezbędne do finansowania bieżących i rozwojowych potrzeb niemal wyłącznie w formie kredytu bankowego. Nie występował rynek papierów wartościowych jako mechanizm transferu kapitału do przedsiębiorstw. Wraz z rozpoczęciem procesu budowy podstaw gospodarki rynkowej, w której alokacja zasobów dokonywana jest za pośrednictwem rynków finansowych, zachodziła konieczność stworzenia instytucjonalnej i instrumentalnej struktury tych rynków.

Rozwój rynku finansowego w Polsce dokonał się w znacznej mierze w sposób żywiołowy. Spowodowane to było zapotrzebowaniem rodzącej się gospodarki rynkowej na kapitał. Wiele instrumentów i instytucji tego rynku powstawało więc bez udziału państwa, w oparciu o istniejące, tworzone jeszcze w innych warunkach, przepisy prawa¹. Zasadnicze elementy rynku finansowego zostały jednak stworzone przez państwo. W szczególności dotyczy to publicznego rynku akcji, stanowiącego ważny fundament publicznego rynku kapitałowego.

Rola państwa w budowie publicznego rynku akcji w krajach postsocjalistycznych, jakkolwiek w szczegółach nieco odmienna, miała dwojaki charakter. Po pierwsze, polegała na stworzeniu prawnoinstytucjonalnej struktury rynku kapitałowego, poprzez ustanowienie prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz stworzeniu instytucji regulacyjnych (Komisja Papierów Wartościowych) i instytucji niezbędnych do sprawnego funkcjonowania tego rynku (Giełda Papierów Wartościowych, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych). Po drugie, ze względu na szczupłość zasobów kapitału prywat-

* Autor jest pracownikiem Katedry Teorii Ekonomii Akademii Ekonomicznej w Krakowie. Artykuł wpłynął do redakcji w maju 2007 r.

** W artykule wykorzystano fragmenty ekspertyzy sporządzonej na zlecenie Ministerstwa Skarbu Państwa przez J. Czekałę i A. Kowalskiego.

¹ W procesie budowy rynku kapitałowego w Polsce istotną rolę spełnił Kodeks Handlowy z roku 1934, który formalnie był obowiązującym aktem prawnym w okresie istnienia gospodarki planowanej centralnie.

nego, który dodatkowo wykazywał wysoki stopień rozproszenia, konieczne było zasilenie tego procesu majątkiem, będącym w posiadaniu Skarbu Państwa.

W założeniach wyjściowych polskiej transformacji procesy budowy rynku kapitałowego oraz procesy przekształceń własnościowych traktowane były jako współzależne. Prywatyzacja dostarczać miała spółek, których akcje byłyby wprowadzane do obrotu publicznego, z kolei istnienie odpowiednio rozbudowanej infrastruktury rynku kapitałowego (regulacji prawnych i instytucji) było niezbędnym warunkiem wykorzystania w programach prywatyzacyjnych, na szerszą skalę, metody publicznych ofert.

Celem niniejszego artykułu jest właśnie praktyczna weryfikacja owych współzależności pomiędzy powstaniem i rozwojem rynku kapitałowego, a prywatyzacją. W szczególności chodzi więc o odpowiedź na dwa pytania:

- jaką rolę odegrała prywatyzacja w procesie budowy rynku kapitałowego,
- w jaki sposób rynek kapitałowy wpływał na przebieg procesów prywatyzacji, zwłaszcza na jakość tych procesów oraz wielkość przychodów ze sprzedaży prywatyzowanych zasobów.

Prywatyzacja jako czynnik rozwoju publicznego rynku kapitałowego

W wielu badaniach na temat wpływu prywatyzacji na rozwój rynku kapitałowego zwraca się uwagę na następujące aspekty tych procesów:

- prywatyzacja stwarza inwestorom możliwości szerszej dywersyfikacji posiadanych portfeli lokat (por. [Subrahmaniam, Titman, 1999, s. 1045-1082]),
- ponieważ oferty prywatyzacyjne są sprzedawane z różnego rodzaju zachętami, szczególnie dla inwestorów indywidualnych, wzrasta ich zainteresowanie nabywaniem akcji na rynku publicznym (por. [Dewenter, Malatesta, 1997, s. 1659-1679]),
- zwiększenie liczby spółek w publicznym obrocie eliminuje bariery informacyjne dla inwestorów zagranicznych i przyczynia się do zwiększenia napływu inwestycji zagranicznych (por. [Hargis, Ramanlal, 1998, s. 263-292]).

Dla zilustrowania rzeczywistego udziału prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w rozwoju polskiego rynku kapitałowego można przytoczyć dane, dotyczące liczby spółek wprowadzonych do obrotu publicznego, w ramach poszczególnych metod prywatyzacji, tj. ofert publicznych Skarbu Państwa, „prywatyzacji pracowniczej”, programu NFI. Wyjaśnić przy tym należy, że spółki pracownicze ujęte są w kolumnie „spółki o rodowodzie państwowym”.

Według stanu na koniec 2005 roku liczba spółek notowanych na GPW wynosiła 255 (w tym 248 spółek krajowych i 7 zagranicznych). Można zatem stwierdzić, że spółki notowane na GPW, które powstały w drodze prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, stanowią ponad połowę ogólnej liczby spółek, znajdujących się w obrocie giełdowym. Biorąc nawet pod uwagę, że część z nich została w późniejszym okresie wycofana z publicznego obrotu bądź też była przedmiotem fuzji lub przejęć, nie ulega wątpliwości, że o rozwoju GPW decydowały procesy prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (zob. także [Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001, s. 26]).

Tablica 1

**Liczba spółek powstałych w wyniku prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych
i wprowadzonych do obrotu giełdowego w latach 1991-2005**

Lata	Oferty publiczne SP	Spółki o rodowodzie państwowym	Spółki parterowe NFI	Razem
1991	9	0	0	9
1992	5	0	0	5
1993	4	0	0	4
1994	8	7	0	15
1995	6	4	0	10
1996	3	6	0	9
1997	10	9	10	29
1998	5	13	11	29
1999	1	8	2	11
2000	1	1	1	3
2001	0	0	1	1
2002	0	0	0	0
2003	0	0	0	0
2004	2	4	1	7
2005	0	0	0	0
Ogółem	54	52	26	132

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych MSP i GPW

W literaturze często przyjmuje się milcząco założenie, że prywatyzacja oddziałuje na rozwój rynku kapitałowego głównie poprzez publiczne oferty Skarbu Państwa (por. m.in. [Prywatyzacja a rynek..., 1999, s. 16]). Tymczasem z danych zawartych w tablicy 1 wynika, że z ogólnej liczby 132 spółek powstałych w wyniku prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych i wprowadzonych do obrotu na GPW w analizowanym okresie, tylko 52 zostało sprywatyzowanych w drodze publicznej oferty. Pozostałe – to spółki parterowe NFI oraz spółki o rodowodzie państwowym, tj. takie, które zostały utworzone w oparciu o majątek przedsiębiorstw państwowych, a następnie znalazły się w publicznym obrocie w wyniku decyzji podejmowanych przez ich właścicieli, wśród których był również Skarb Państwa.

Charakterystyczne jest, że liczba spółek sprywatyzowanych za pomocą różnych metod i wprowadzanych do obrotu giełdowego, jest podobna w poszczególnych latach, tak np. małej liczby ofert publicznych Skarbu Państwa towarzyszy na ogół także mała liczba spółek parterowych NFI oraz spółek o rodowodzie państwowym. Można to tłumaczyć, jak się wydaje, dwoma grupami czynników: politycznymi uwarunkowaniami prywatyzacji oraz koniunkturą giełdową.

Wpływ uwarunkowań politycznych na liczbę spółek wprowadzanych do obrotu giełdowego jest oczywiście trudny do ustalenia. Można jednak przyjąć, że nieprzychylny stosunek decydentów politycznych do prywatyzacji nie sprzyja

jej dynamice w ogóle, a zarazem nie sprzyja wzrostowi liczby ofert publicznych. Jeśli z kolei wziąć pod uwagę, że w spółkach NFI oraz w spółkach, które w powyższym zestawieniu określono jako spółki o rodowodzie państwowym, Skarb Państwa posiada mniej lub bardziej znaczący udział, to również i w tym przypadku możliwe jest oddziaływanie czynnika politycznego.

Bardziej oczywista natomiast, we wzroście zainteresowania wprowadzaniem spółek do obrotu publicznego, w różnych latach analizowanego okresu, wydaje się być rola koniunktury występującej na GPW. W warunkach dobrej koniunktury dochody z prywatyzacji wykazują tendencję wzrostową, co może skłaniać do zwiększenia liczby ofert zarówno spółek Skarbu Państwa, jak i spółek w których Skarb Państwa posiada znaczące udziały. Szczególnie odnosi się to do spółek NFI, bowiem zarządy (firmy zarządzające) tych spółek powinny były być zainteresowane maksymalizacją przychodów ze sprzedaży akcji na rynku publicznym.

Przeprowadzona analiza, oparta o liczbę spółek wprowadzanych do obrotu giełdowego, nie odzwierciedla oczywiście pełnej roli poszczególnych metod prywatyzacji w rozwoju rynku kapitałowego. Rolę tę oceniać należy bowiem nie tylko w ujęciu bezpośrednim, tj. pod względem liczby spółek, ale także pod względem stopnia ich kapitalizacji, wdrażania nowoczesnych systemów zarządzania, rozpowszechniania wzorców i zachowań adekwatnych dla gospodarek o rozwiniętych rynkach kapitałowych. W świetle tak rozumianego kryterium zgodzić się trzeba z poglądem, że decydujące znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce miała prywatyzacja kapitałowa, realizowana poprzez oferty publiczne Skarbu Państwa (zob. na ten temat szerzej [*Prywatyzacja a rynek kapitałowy...*, 1999 s. 68-73], [Kowalski, 2001]).

Oddziaływanie rynku kapitałowego na prywatyzację

Rynek kapitałowy jako źródło dochodów z prywatyzacji

Jak już wcześniej założono prywatyzacja i rynek kapitałowy oddziałują na siebie również odwrotnie – poziom rozwoju rynku kapitałowego wpływa na liczbę spółek, które mogą być sprywatyzowane w drodze publicznej oferty oraz na wielkość przychodów ze sprzedaży akcji. Realizacja dużych projektów, takich jak prywatyzacja TP S.A., Banku Pekao S.A., KGHM czy PKO BP możliwa była dopiero po osiągnięciu pewnego poziomu rozwoju rynku kapitałowego. Bez udziału kapitału zagranicznego oraz w miarę rozwiniętego sektora inwestorów instytucjonalnych (fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, itp.) wchłonięcie podaży akcji o takiej wartości nie byłoby możliwe. W takiej sytuacji albo liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw byłaby mniejsza, albo przychody z prywatyzacji byłyby niższe, przy takiej samej liczbie sprywatyzowanych firm. Trzeba przy tym podkreślić, że zarówno większe zainteresowanie kapitału zagranicznego, jak i znaczące zaangażowanie różnych

inwestorów instytucjonalnych pojawiły się wtedy, gdy rynek kapitałowy osiągnął określony stopień rozwoju ilościowego i instytucjonalnego.

W tablicy 2 przedstawiono strukturę przychodów z prywatyzacji w analizowanym okresie, ze szczególnym uwzględnieniem przychodów z prywatyzacji kapitałowej, w tym prywatyzacji dokonywanej za pośrednictwem ofert publicznych Skarbu Państwa.

Tablica 2

Struktura przychodów z prywatyzacji w latach 1991-2005

	Przychody z prywatyzacji ogółem w mln zł	Przychody z prywatyzacji kapitałowej w mln zł	Przychody z ofert publicznych Skarbu Państwa w mln zł	Udział przychodów z prywatyzacji kapitałowej w przychodach ogółem w %	Udział ofert publicznych w prywatyzacji kapitałowej w %
1991	170,90	140,5	56,3	82,2	40,1
1992	484,40	310,1	5,9	64,0	1,9
1993	780,40	493,4	38,8	63,2	7,9
1994	1594,90	1271,9	433,3	79,7	34,1
1995	2641,60	2235,5	181,9	84,6	8,1
1996	3749,80	2776,4	41,3	74,0	1,5
1997	6537,70	6178,6	4136,8	94,5	67,0
1998	7068,72	6619,9	4212,3	93,7	63,6
1999	13347,53	12949,7	66,5	97,0	0,5
2000	27181,84	26740,4	186,7	98,4	0,7
2001	6813,85	6451,6	0,0	94,7	0,0
2002	2859,76	2579,2	7,8	90,2	0,3
2003	4143,57	3905,9	0,0	94,3	0,0
2004	10254,00	9975,7	7949,7	97,3	79,7
2005	3847,70	3015,0	0	78,3	0
Razem	91476,40	85643,7	17317,2	93,6	18,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych MSP

Przychody z prywatyzacji kapitałowej stanowiły w latach 1991-2005 przeciętnie niemal 94% ogółu przychodów z prywatyzacji. Tylko w pierwszej połowie lat 90., znaczącą częścią całości przychodów Skarbu Państwa (około 20-35%), były przychody z prywatyzacji bezpośredniej. Przychody z ofert publicznych Skarbu Państwa natomiast stanowiły w badanym okresie około 19% łącznych przychodów z prywatyzacji. Podobną wartość ma wskaźnik udziału przychodów z ofert publicznych w przychodach z prywatyzacji kapitałowej (około 20%). Udział ten był bardzo zróżnicowany w poszczególnych latach i wahał się od 0 w latach 2001-2003 i 2005, w których nie przeprowadzono ani jednej oferty publicznej, do niemal 80% w roku 2004, w którym sprywatyzowano w ten sposób wprawdzie tylko dwie spółki, ale za to o bardzo dużej wartości.

Pomimo że udział ofert publicznych w przychodach z prywatyzacji w całym okresie nie jest wysoki, to niewątpliwie oferty te miały szczególne znaczenie zarówno dla rozwoju rynku kapitałowego, jak i całości przychodów uzyskiwanych z prywatyzacji. Przede wszystkim były one – co prawda w różnych okresach z różnym nasileniem – czynnikiem dynamizującym rozwój publicznego rynku kapitałowego. Szczególnie widoczne jest to na początku analizowanego okresu oraz w tych latach, kiedy publiczny rynek akcji rozwijał się szczególnie dynamicznie. Oferty przeprowadzone w roku 1990 i 1991 w ogóle umożliwiły utworzenie GPW oraz powstanie publicznego, wtórnego rynku akcji. Oferty przeprowadzone w latach 1994-1998 przyczyniły się z kolei do ilościowego i jakościowego rozwoju giełdy, która pod względem technicznych warunków obrotów osiągnęła poziom nie odbiegający od poziomu najbardziej rozwiniętych giełd świata. Ważne znaczenie miały także prywatyzacje przeprowadzone w 2004 roku, w którym przychody z publicznych ofert stanowiły prawie 80% ogółu przychodów, a publiczny rynek akcji rozwijał się szczególnie dynamicznie.

Prywatyzacja za pomocą publicznych ofert wpływała również pośrednio na wielkość przychodów uzyskiwanych z innych metod prywatyzacji. Można bowiem założyć, że wraz z rozwojem rynku kapitałowego wycena spółek prywatyzowanych w ten sposób stawała się coraz bardziej racjonalna, w coraz większym stopniu odpowiadała ich rzeczywistej wartości. Ceny uzyskiwane ze sprzedaży akcji w ramach publicznych ofert, czy ujmując to nieco szerzej – poziom notowań giełdowych, stanowiły punkt odniesienia dla wyceny spółek prywatyzowanych w inny sposób, zwłaszcza sprzedawanych inwestorom strategicznym. W roku 1991, a więc w pierwszym roku działania GPW, przeciętny wskaźnik cena/zysk notowanych spółek wynosił 4,1 a wskaźnik cena/wartość księgową 0,47. W roku 2004 wskaźnik cena/zysk wynosił 24,4, a wskaźnik cena/wartość księgową 1,86. Mając świadomość uproszczeń, jakie z konieczności niosą ze sobą takie proste porównania, można stwierdzić, że w roku 2004 relatywne ceny akcji notowanych na GPW były od 4 do 6 razy wyższe niż w 1991 roku. Podobnej tendencji podlegają ceny akcji prywatyzowanych firm.

Wpływ rynku kapitałowego na wycenę prywatyzowanych zasobów

W kontekście analizy przychodów z prywatyzacji kapitałowej, a zwłaszcza prywatyzacji realizowanej za pomocą publicznych ofert Skarbu Państwa, istotne znaczenie ma odpowiedź na pytanie, czy Skarb Państwa we właściwy sposób wykorzystuje możliwości, jakie stwarza giełdowy rynek akcji dla optymalizacji wpływów z prywatyzacji. Problem ten ma nie tylko istotne znaczenie ekonomiczne, ale także społeczne i polityczne. Prywatyzacja w Polsce jest bowiem przedmiotem krytyki, formułowanej z różnych pozycji i odnoszącej się do różnych aspektów tego procesu, jak np. tempo i zakres prywatyzacji, udział kapitału zagranicznego czy prywatyzacja sektorów strategicznych. Najwięcej jednak kontrowersji budzą ceny akcji sprzedawanych przez Skarb Państwa w ramach pierwszej oferty publicznej. Na ile ceny te odzwierciedlają rzeczywistą wartość

rynkową akcji, a na ile są zaniżone? Udzielenie jednoznacznej odpowiedzi na tak postawione pytanie jest niezwykle trudne².

Po pierwsze, kryteria oceny projektów prywatyzacyjnych realizowanych przez Skarb Państwa nie są tak jednoznaczne, jak w przypadku prywatnych inwestorów sprzedających papiery wartościowe na rynku kapitałowym. Prywatny (indywidualny i instytucjonalny) posiadacz akcji, podejmując decyzje o ich sprzedaży, dąży przede wszystkim do uzyskania maksymalnej w danych warunkach ceny. Funkcja celu Skarbu Państwa jest natomiast bardziej złożona; cena akcji jest tylko jednym z kryteriów, jakie bierze się pod uwagę przy realizacji projektów prywatyzacyjnych. Niemniej ważnymi są: ilościowy i jakościowy rozwój rynku kapitałowego jako niezbędnego warunku realizacji ważnych reform ekonomicznych i społecznych (np. reforma systemu emerytalnego), zwiększenie liczby osób inwestujących na rynku kapitałowym, pozyskanie inwestora strategicznego, zapewnienie pakietów socjalnych i inwestycyjnych, itp. Oczywiście jest, że te dodatkowe cele winny być osiągnięte przy zapewnieniu maksymalnych przychodów ze sprzedaży akcji. Dlatego też poziom cen uzyskiwanych przez Skarb Państwa na rynku publicznym musi być jednym z podstawowych elementów oceny efektywności procesu prywatyzacji.

Po drugie, jednoznaczna odpowiedź na pytanie – czy ceny sprzedawanych akcji są ekonomicznie uzasadnione, tylko na podstawie analizy ich bezwzględnego poziomu, wyrwanego z kontekstu koniunktury giełdowej, jest praktycznie niemożliwa. W tym celu konieczne jest posłużenie się pewnymi pośrednimi formami wnioskowania. Wydaje się, że co najmniej dwie metody takiego wnioskowania mogą być przydatne do oceny racjonalności zachowań Skarbu Państwa, a mianowicie:

- można próbować udzielić odpowiedzi na pytanie, czy oferty Skarbu Państwa realizowane są w optymalnym czasie, tzn. w warunkach dobrej koniunktury giełdowej, a więc wtedy, gdy ceny akcji na rynku kapitałowym są relatywnie wysokie. Pomocna w tym względzie może być analiza takich wskaźników jak: poziom indeksu giełdowego, wskaźników cena/zysk, czy też wskaźników cena/wartość księgową,
- istotnych argumentów może dostarczyć także porównanie względnego poziomu cen uzyskiwanych ze sprzedaży akcji firm prywatyzowanych z poziomem cen uzyskiwanych przez inwestorów prywatnych. Ponieważ celem inwestora prywatnego jest maksymalizacja stopy zwrotu z transakcji giełdowych, toteż porównanie zachowań tych inwestorów i Skarbu Państwa może być pomocne w ocenie postępowania Skarbu Państwa jako sprzedającego aktywa na rynku kapitałowym.

² Rozważane tu kwestie stanowią wąski wycinek szeroko analizowanej problematyki efektywności rynku kapitałowego. W literaturze światowej problem ten doczekał się dużej liczby prac teoretycznych i empirycznych. Ich przegląd można znaleźć w co najmniej kilku tłumaczonych na język polski monografiach i podręcznikach akademickich, takich jak np.: [Haugen, 1996], [Elton, Gruber 1998]. Do prac autorów polskich podejmujących tę problematykę można zaliczyć: [Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001].

Akcje spółek Skarbu Państwa sprzedawane są na rynku publicznym inwestorom prywatnym w ramach tzw. pierwszych ofert publicznych. Obok publicznych ofert Skarbu Państwa na rynku kapitałowym sprzedawane są również, w ramach pierwszych ofert publicznych (IPO – Initial Public Offering), akcje firm prywatnych. Można zatem podjąć próbę porównań względnego poziomu cen uzyskiwanych w ofertach publicznych oraz ofertach prywatnych. Do tego celu można wykorzystać teoretyczną koncepcję niedowartościowania pierwszych ofert publicznych.

Obserwacja i analiza procesów występujących na rozwiniętych rynkach kapitałowych skłoniła wielu badaczy do sformułowania tezy o niedowartościowaniu pierwszych ofert publicznych. Istota tego zjawiska wyraża się w tym, że inwestorzy nabywający akcje w ramach ofert publicznych z reguły osiągają nadzwyczajne zyski. Ceny akcji uzyskiwane podczas pierwszych notowań giełdowych są z reguły wyższe niż ceny uzyskiwane w ramach oferty publicznej. Podkreślić przy tym należy, że różnicy tej nie da się wyjaśnić zmianą warunków występujących na rynku kapitałowym w momencie oferty i późniejszego pierwszego notowania giełdowego. Stopy zwrotu osiągnęte przez inwestorów sprzedających akcje nabyte w ramach publicznych ofert w trakcie pierwszej sesji, na których były notowane, są wyższe niż możliwe w tym czasie (tzn. od momentu oferty publicznej do pierwszego notowania giełdowego) do uzyskania przeciętne stopy rynkowe.

Wybór terminu ofert publicznych

Naturalną cechą procesów występujących na rynku kapitałowym, a w szczególności na rynku giełdowym, są wahania poziomu cen (kursów) notowanych walorów. Analizując dane giełdowe można wyróżnić okresy, w których ceny papierów wartościowych kształtują się na relatywnie wysokim poziomie, jak też i takie, w których mamy do czynienia ze spadkami cen instrumentów finansowych. Jest zrozumiałe, że ogólna koniunktura giełdowa wpływa także na ceny uzyskiwane ze sprzedaży akcji w ramach publicznych ofert Skarbu Państwa. Jeżeli na giełdzie panuje dobra koniunktura, której wyrazem są relatywnie wysokie kursy akcji, to można oczekiwać, że w okresie tym również ceny uzyskiwane przez Skarb Państwa będą relatywnie wysokie, co powodować będzie maksymalizację przychodów z prywatyzacji. W okresach słabej koniunktury giełdowej ceny akcji uzyskiwane w ramach ofert publicznych będą z kolei odpowiednio niższe. Wybór momentu, w którym przeprowadzane są oferty publiczne jest zatem jednym z ważniejszych czynników decydujących o efektywności procesów prywatyzacyjnych, mierzonej poziomem przychodów uzyskiwanych z prywatyzacji.

W tablicy 3 zamieszczono kilka wskaźników, które mogą być pomocne w udzieleniu odpowiedzi na pytanie, czy czas w którym przeprowadzano oferty publiczne Skarbu Państwa był optymalny z punktu widzenia maksymalizacji przychodów ze sprzedaży. To zaś może być jednym z kryteriów oceny, czy zachowania Skarbu Państwa, jako sprzedającego akcje, były racjonalne.

Tablica 3

Wybrane wskaźniki charakteryzujące sytuację na GPW w latach 1991-2004

	Liczba notowanych spółek	Kapitalizacja	WIG	Stopa zwrotu z WIG	Oferty publiczne łącznie	Oferty publiczne Skarbu Państwa	C/Z	C/WK
1991	9	161	786	-13,8	9	9	4,1	0,47
1992	16	351	927	17,9	7	5	3,4	0,60
1993	22	5845	11584	1149,0	6	4	13,3	2,14
1994	44	7450	7473	-35,4	22	8	16,4	3,43
1995	65	11271	7585	1,5	21	6	6,9	1,23
1996	83	23000	14342	89,1	18	3	14,8	2,07
1997	143	43766	14668	2,3	46	10	13,2	1,33
1998	198	72442	12795	-12,8	57	5	16,3	1,43
1999	221	123411	18083	41,3	24	1	36,2	1,91
2000	225	130085	17847	-1,3	13	1	28,5	1,98
2001	230	103370	13822	-22,6	8	0	31,3	1,34
2002	216	110565	14366	3,9	4	0	70,3	1,35
2003	203	167717	20820	44,9	5	0	146,2	1,42
2004	230	291697	26636	27,9	36	2	24,4	1,86
2005	255	424900	35600	33,7	35	0	15,5	2,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MSP, KPWiG i GPW

Wskaźnikami informującymi o stanie koniunktury giełdowej lub też względnym poziomie cen uzyskiwanych w transakcjach giełdowych mogą być: WIG, wskaźnik cena/zysk oraz wskaźnik cena/wartość księgową. Można zatem postawić tezę, że racjonalny inwestor powinien sprzedawać akcje wtedy, gdy przeciętny poziom wymienionych wskaźników jest relatywnie wysoki. Trzeba jednak mieć na uwadze, że proces wprowadzania papierów wartościowych do obrotu publicznego oraz giełdowego jest dość czasochłonny w związku z czym należy z konieczności zakładać istnienie pewnego opóźnienia – podjęcie decyzji o przeprowadzeniu oferty publicznej, w reakcji na korzystną koniunkturę giełdową, może zmaterializować się dopiero po upływie pewnego czasu. Jeżeli teza ta jest prawdziwa, to powinien istnieć statystyczny związek pomiędzy poziomem powyższych wskaźników w danym roku, a liczbą akcji wprowadzanych do obrotu publicznego w roku następnym. Prosta analiza statystyczna tych wskaźników oraz aktywności inwestorów prywatnych oraz Skarbu Państwa na rynku pierwotnym pozwala na sformułowanie kilku istotnych wniosków.

Po pierwsze, współczynniki korelacji pomiędzy poziomem powyższych wskaźników w danym roku, a liczbą akcji wprowadzanych do obrotu publicznego w tym samym roku są w większości ujemne lub bliskie zera. Ponieważ koniunktura na giełdzie kształtuje się w sposób losowy, to uczestnicy rynku kapitałowego nie mogą jej przewidzieć z wyprzedzeniem – reagują z opóźnieniem, czyli dopiero wtedy, gdy omawiane wskaźniki ukształtują się na „zado-

walającym” poziomie. Sprawia to, że oferty nie są realizowane w optymalnym czasie – są spóźnione z punktu widzenia możliwości osiągnięcia maksymalnych przychodów ze sprzedaży oferowanych akcji, ze względu na czas niezbędny do przygotowania i przeprowadzenia oferty. Ponadto trzeba zauważyć, że czas, jaki upływa od momentu podjęcia decyzji o przeprowadzeniu oferty publicznej sprzedaży akcji do momentu pierwszych notowań, kształtuje się pod wpływem czynników w znacznej mierze niezależnych od wprowadzającego akcje do publicznego obrotu, takich jak: prawne regulacje wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu, sprawność instytucji nadzorczych (KPWiG) oraz sprawność instytucji organizujących rynek (GPW, CeTO i KDPW). W analizowanym okresie czas niezbędny do zrealizowania zamiaru przeprowadzenia publicznej oferty skrócił się, co stwarza lepsze warunki do optymalizowania momentu przeprowadzenia oferty.

Po drugie, współczynniki korelacji ulegają pewnej poprawie, jeżeli analizujemy relacje pomiędzy aktywnością na rynku ofert publicznych a poziomem wskaźników w okresie poprzedzającym. Poprawa ta dotyczy statystycznie istotnej zależności (współczynnik korelacji 0,606) pomiędzy stopą zwrotu z WIG a przyrostem liczby spółek ogółem, czyli przyrostów będących wynikiem ofert zarówno Skarbu Państwa, jak i innych podmiotów. Współczynniki korelacji pomiędzy liczbą akcji a pozostałymi wskaźnikami, tj. cena/zysk i cena/wartość księgową są również i w tym przypadku bliskie zera. Fakt, że podmioty sprzedające akcje w ofercie publicznej kierują się przede wszystkim stanem koniunktury giełdowej, a nie pozostałymi wskaźnikami, wydaje się zrozumiałe, jeżeli uwzględnimy, że wskaźniki C/Z i C/WK można właściwie interpretować tylko w odniesieniu do pojedynczych firm. Ponadto wskaźniki te kształtują się nie tylko pod wpływem koniunktury giełdowej (poziomu notowań), ale także innych wielkości. Np. wskaźnik cena/zysk zależy również od wielkości zysku, który może ulegać znacznym wahaniom w kolejnych latach, w ślad za zmianami ogólnej koniunktury gospodarczej. Ponieważ kursy akcji reagują z wyprzedzeniem na pewne zjawiska, toteż mogą one wzrastać wtedy, gdy oczekuje się wzrostu zysków, a nie wtedy, gdy zyski są już relatywnie wysokie. Badanie związków pomiędzy poziomami tych wskaźników, kursami akcji i aktywnością na rynku pierwotnym wymagałoby bardziej precyzyjnej analizy statystycznej³.

Po trzecie, relacje pomiędzy koniunkturą giełdową, a aktywnością Skarbu Państwa na rynku ofert publicznych są podobne, jak w odniesieniu do wszystkich spółek wprowadzanych do obrotu giełdowego. Liczba spółek wprowadzonych do obrotu publicznego przez Skarb Państwa wykazuje tendencję wzrostową w roku następnym po wystąpieniu poprawy koniunktury giełdowej. Współczynnik korelacji jest dodatni i wynosi w tym przypadku 0,457. Chociaż jest statystycznie nieistotny, to jednak sygnalizuje on pewne prawidłowości w zachowaniach Skarbu Państwa.

³ Taka analiza wymagałaby jednak szczegółowego rozważenia kwestii tradycyjnie podejmowanych w ramach prac poświęconych teorii rynku kapitałowego i przekraczałaby ramy zakreślone dla niniejszego opracowania.

Czy jednak niższy poziom opisywanego współczynnika korelacji może świadczyć o słabszej motywacji Skarbu Państwa do maksymalizacji przychodów ze sprzedaży akcji. Należy zauważyć, że na poziom współczynnika korelacji wpływ mogły wywrzeć dane z lat 2001-2003, w których Skarb Państwa nie przeprowadził żadnej publicznej oferty, nie wykorzystując tym samym okazji do uzyskania wysokich cen w warunkach hossy internetowej, jaka miała miejsce na giełdach światowych pod koniec ubiegłej dekady. Pamiętać jednak trzeba, że procesy prywatyzacji, w tym zwłaszcza oferty publiczne Skarbu Państwa, są poddane działaniu czynników o charakterze politycznym, które mogą powodować, że wybór momentu wprowadzenia akcji do obrotu publicznego jest suboptymalny. Brak jest jednak przekonujących dowodów, że Skarb Państwa zachowuje się, w porównaniu z zachowaniami prywatnych posiadaczy akcji, szczególnie nieracjonalnie. Zachowania Skarbu Państwa na rynku pierwszych ofert publicznych, analizowane z punktu widzenia wyboru odpowiedniego terminu przeprowadzenia oferty, nie odbiegają zasadniczo od zachowań pozostałych (prywatnych) uczestników rynku kapitałowego. Podobnie jak podmioty prywatne, Skarb Państwa stara się z optymalizować moment oferty publicznej, co jednak jest trudne ze względu na naturalną zmienność koniunktury giełdowej.

Wycena akcji prywatyzowanych firm

Systematyczne niedowartościowanie pierwszych ofert publicznych jest jednym z tych zjawisk ekonomicznych, które mimo licznych dociekań empirycznych i teoretycznych nie doczekało się w pełni zadowalającego wyjaśnienia. Wyniki wielu badań, w których wykorzystano dane z wielu krajów, wskazują, że inwestorzy uzyskują statystycznie istotne, ponadprzeciętne stopy zwrotu, nabywając akcje w pierwszych ofertach publicznych. Zjawisko to jest tym bardziej interesujące, że obserwowane jest na wielu rynkach i w długich okresach czasu. Zgodnie z klasycznym rozumieniem konkurencyjnego rynku, inwestorzy wiedząc, że zakup akcji w pierwszych ofertach publicznych przynosi nadzwyczajne zyski, winni zgłaszać takie zapotrzebowanie na akcje sprzedawane w ramach tych ofert, które doprowadziłoby do wzrostu cen i w rezultacie wyeliminowanie tych nadzwyczajnych zysków. Tymczasem obserwacja relacji pomiędzy cenami w ofercie publicznej oraz w trakcie pierwszego notowania giełdowego wskazuje, że inwestorzy nie niwelują różnic w wycenie ofert na rynku pierwotnym w stosunku do cen ich pierwszych notowań.

Mając na uwadze powszechność omawianego zjawiska na rynkach kapitałowych różnych krajów można postawić dwa pytania: czy zjawisko to występuje również na relatywnie młodym rynku polskim i czy dotyczy także akcji sprzedawanych przez Skarb Państwa w ramach pierwszej oferty publicznej.

Pierwsze w literaturze polskiej badania tej kwestii przeprowadził [Sukacz, 2005, s. 159], który analizował zjawisko niedowartościowania pierwszych ofert publicznych na rynku polskim w latach 1991-2002. Przedmiotem analizy były kursy akcji 193 spółek, które w tym czasie zostały wprowadzone do obrotu

publicznego oraz giełdowego. Badania te potwierdziły, że na polskim rynku również występuje niedowartościowanie pierwszych ofert publicznych. Inwestorzy nabywający akcje w publicznej ofercie osiągają ponadprzeciętne stopy zwrotu, sprzedając je na pierwszej sesji giełdowej, na której były notowane. Z punktu widzenia głównego nurtu rozważań zawartych w artykule istotne znaczenie ma nie tyle samo występowanie zjawiska niedowartościowania, ile ewentualne odchylenia skali niedowartościowania w przypadku ofert Skarbu Państwa i ofert spółek prywatnych.

Jak wynika z cytowanych badań, średnia stopa zwrotu osiągnięta przez inwestora, który nabył akcje spółki prywatnej w ofercie publicznej, a następnie sprzedał je na pierwszej sesji giełdowej, na której były notowane, wynosiła 27,4%, natomiast stopa zwrotu w przypadku zakupu akcji spółki prywatyzowanej przez Skarb Państwa w drodze publicznej oferty wynosiła 25,5%; była zatem niższa o około 2 punkty procentowe. Mogłoby to oznaczać, że Skarb Państwa, występując na rynku pierwszych ofert publicznych, okazał się, w badanym okresie, bardziej skutecznym sprzedawcą niż spółki prywatne. Interpretując tę sytuację, trzeba mieć na uwadze kilka okoliczności, oddziałujących na zachowania inwestorów.

W przypadku ofert Skarbu Państwa, chodzi o proces prywatyzacji, co oznacza, że wpływy ze sprzedaży akcji stanowią dochody budżetu. Z natury rzeczy nie zasilają one zatem kapitałowo spółek, których akcje są sprzedawane. Inwestorzy powinni żądać więc wyższych rentowności, przynajmniej w porównaniu do nowych emisji akcji spółek prywatnych, a zatem i skala niedowartościowania IPO powinna być wyższa. Z drugiej strony jednak, pamiętać należy, że w wielu przypadkach Skarb Państwa sprzedawał spółki o monopolistycznej pozycji w wielu atrakcyjnych sektorach, w związku z czym można było oczekiwać odwrotnej reakcji – inwestorzy będą skłonni zapłacić określoną premię za udostępnienie im korzystnych okazji inwestycyjnych w dochodowych i zamkniętych branżach, a to winno przyczyniać się do zmniejszenia skali niedowartościowania.

Trzeba również uwzględnić, że Skarb Państwa nie jest klasycznym podmiotem gospodarującym, nastawionym na maksymalizację zysku, gdyż równocześnie dąży do osiągnięcia innych, sygnalizowanych wcześniej, celów. Ponadto, dla powodzenia projektów prywatyzacyjnych, stosuje różnego rodzaju zachęty np. w postaci dyskonta lub wręcz celowego zniżenia wyceny. Zrozumiałe więc staje się oczekiwanie wyższego niedowartościowania ofert prywatyzacyjnych Skarbu Państwa, w porównaniu z ofertami prywatnymi. Osiągnięta mniejsza skala tego niedowartościowania oznacza zatem, że realizacja owych innych celów i zachęt nie przyczyniała się w znaczący sposób do ograniczania przychodów z prywatyzacji.

Wnioski końcowe

Pomiędzy prywatyzacją, a rozwojem rynku kapitałowego zachodzą istotne współzależności. Prywatyzacja jest, obok innych koniecznych działań, niezbędnym warunkiem rozwoju rynku kapitałowego w krajach przeprowadzających

transformację systemową. Z drugiej strony, na zasadzie sprzężenia zwrotnego, rozwój rynku kapitałowego wspomaga procesy prywatyzacji, wpływając nie tylko na wielkość uzyskiwanych przychodów, ale również przyczyniając się pod podniesienia jakości tych procesów.

Skarb Państwa, występując na rynku kapitałowym jako sprzedawca akcji, zachowuje się niemniej racjonalnie niż prywatni inwestorzy zbywający posiadane aktywa. Wybór terminu ofert publicznych jest, biorąc pod uwagę ograniczenia, jakim podlega Skarb Państwa, równie trafny, jak wybory dokonywane w tym względzie przez prywatnych inwestorów. Także ceny uzyskiwane ze sprzedaży akcji w ramach ofert publicznych nie odbiegają na niekorzyść od cen uzyskiwanych przez inwestorów prywatnych.

Bibliografia

- Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., [2001], *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Dewenter K.L., Malatesta P.H., [1997], *Public offerings state-owned and privately-owned enterprises: an international comparison*, „Journal of Finance”, Vol. 52.
- Elton E.J., Gruber M.J., [1998], *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, WIG PRESS, Warszawa.
- Hargis K., Ramanlal P., [1998] *When Does Internationalization Enhance Domestic Capital Markets?*, „Journal of Financial Intermediation”, Vol. 7.
- Haugen R.A., [1996], *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG PRESS, Warszawa.
- Kowalski A., [2001], *Polski model prywatyzacji*, [w:] *Dylematy transformacji*, wyd. MWSE w Tarnowie, Tarnów.
- Polański Z., [1995], *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982-1993*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce*, [1999], (red.) J. Czekaj, S. Owsiak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Starr P., [1988], *The Meaning of Privatization*, Yale Law and Policy Review 6.
- Subrahmaniam S., Titman S., [1999], *The Going Public Decision and the Development of Financial Markets*, „Journal of Finance”, Vol. 54.
- Sukacz D., [2005], *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa.

PRIVATIZATION AND THE CAPITAL MARKET

Summary

The article examines the relationship between privatization and the development of Poland's capital market during the country's transition from central planning to a free market. The paper traces the role of privatization in the process of building a capital market and the influence of the capital market on the course of privatization. The analysis is based on some widely known capital market theories, methods of analysis and simple statistical methods including correlation coefficients. As a result

of the analysis, the author formulates the following conclusions: first, privatization, accompanied by the necessary legal and institutional regulations, was indispensable for the development of the stock market; second, the capital market had a significant contribution to the effectiveness of privatization processes; third, the government, in its capacity as the seller of shares of privatized enterprises on the capital market, acted no less rationally than private investors.

Keywords: privatization, capital market, stock, investors, effectiveness