



Tom 35/2022, ss. 281--306
ISSN 2719-4175
e-ISSN 2719-5368
DOI: 10.19251/ne/2022.35(16)
www.ne.mazowiecka.edu.pl

Eliza Bandera

e-mail: elizabandera@gmail.com

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8375-7022>

ANALIZA ZJAWISKA DELISTINGU NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

ANALYSIS OF DELISTING ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Streszczenie

Celem artykułu jest ocena znaczenia wycofania spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz wpływu tego zjawiska na rozwój giełdy.

W artykule podjęto temat wycofań spółek z głównego parkietu Giełdy Wartościowych w Warszawie. Wykluczenie spółki z obrotu na rynku giełdowym reguluje wiele przepisów, w których dokładnie opisano procedury i warunki tej operacji. Praca rozpoczyna się od analizy zapisów prawnych dotyczących możliwości wychodzenia spółek z warszawskiego parkietu zależnie od podmiotu inicjującego tą operację

Summary

The purpose of the article is to assess the significance of delisting of companies from the Warsaw Stock Exchange and the impact of it on the development of the stock exchange.

In this article the author examines the issue of changes of numbers of all listed companies on Warsaw Stock Exchange.

The exclusion of a company from trading on the stock market is regulated by many law regulations, which precisely describe the procedures and conditions of this operation. The work begins with an analysis of the legal provisions regarding the possibility

Zebranie w artykule danych statystycznych i jakościowych dotyczących m.in. istotnych zjawisk zachodzących na GPW, liczby spółek na giełdzie, notowań nowych spółek oraz wycofań pozwoliło na określenie istotność zjawiska wyjścia spółki z giełdy dla funkcjonowania rynku.

Autorka porównała i przeanalizowała również szczegółowe dane na temat przyczyn wyjścia z giełdy w latach 2000 do 2020. Pozwoliło to na utworzenie listy wszystkich powodów opuszczenia GPW przez notowane spółki i określenie, które z nich są najważniejsze. Zgodnie z przedstawionymi statystykami najwięcej spółek przestało być notowanymi na GPW na skutek zniesienia dematerializacji akcji (79). Kolejną przyczyną było przejęcie lub połączenie (64), natomiast 65 spółek zostało wycofanych z giełdy z powodu bankructwa. Należy jednak podkreślić, że tworzenie rankingu wycofań jest uzależnione od ich typologii i kwalifikacji. Przeprowadzona analiza wycofania spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wskazuje na duże znaczenie tego zjawiska dla dalszego rozwoju rynku finansowego. Poprzez dalsze badanie przyczyn wycofań i porównanie ze światowymi giełdami istnieje możliwość przedstawienia rekomendacji dla lepszego kontrolowania tego zjawiska.

Słowa kluczowe: wycofanie z giełdy, delisting, dematerializacja akcji, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, bankructwo, połączenie, przejęcie.

JEL Classification: G32, G33, G34

of companies leaving the Warsaw Stock Exchange depending on the entity initiating this operation

Based on the research results and statistical data came the conclusion that delisting is more frequent than suspected and fluctuates according to the state of the economy. The main task is to present and analyse the reasons of delisting such as companies bankruptcy, merger, withdraw from public trading, breach of regulations, lack of transactions or need to protect the interest and safety of trading participations and others. The verification was based on the Warsaw Stock Exchange Fact Books, Stock indicators, legal regulations and literature.

The analysis of the delisting of companies from the Warsaw Stock Exchange shows importance of it for the further development of the financial market. By further investigating the reasons for delisting and comparing them with other global stock exchanges, it is possible to make recommendations to better control it.

Key words: delisting, dematerialisation of shares, Warsaw Stock Exchange, bankruptcy, merger and acquisition

WPROWADZENIE

Po zmianie ustroju w Polsce, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) w lipcu 1991 r. ponownie rozpoczęła swoją działalność. Sprzedaż pierwszych pięciu firm notowanych na GPW rozpoczęła się kilka miesięcy wcześniej. Od tamtego momentu liczba notowanych na rynku spółek wzrosła do 433 na koniec 2020 r. (Rocznik giełdowy 2021, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=159&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2021) GPW zabiega o pozycję lidera wśród giełd państw Europy Środkowo-Wschodniej. Dążenie do rozwoju dobrze funkcjonującego rynku kapitałowego jest jednym z warunków stworzenia dojrzałej gospodarki rynkowej.

W literaturze wskazuje się, że dla równomiernego rozwoju gospodarczego kraju niezbędne jest efektywne działanie całego rynku kapitałowego na jak najwyższym poziomie (*Projekcja rozwoju rynku kapitałowego, polityki kursowej i rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2003*, 1999, s. 3). Tylko wtedy rynek może wypełniać wszystkie swoje funkcje. Rynek obrotu papierami wartościowymi może oddziaływać na gospodarkę dwojako. Z jednej strony, ma tu miejsce zasilenie przedsiębiorstw w kapitał o charakterze inwestycyjnym. Z drugiej strony, rynek ten wyposażony jest w mechanizmy oddziaływania na wzrost efektywności działania spółek – emitentów papierów wartościowych. Badania empiryczne wskazują, że funkcję taką spełnia tylko rozwinięty rynek giełdowy.

Nie można zaprzeczyć, że przez ponad 30 lat działalności GPW przyczyniła się do gwałtownego rozwoju rynku obrotu papierami wartościowymi. Obecnie rynek akcji w Polsce należy do jednego z najprężniej funkcjonujących w Europie Środkowo- Wschodniej. Jednak dokonując jego analizy należy również wskazać słabe strony. Rynek obrotu papierami wartościowymi wymaga nieustannego udoskonalania w różnych segmentach, począwszy od kapitalizacji, poprzez płynność i pozyskiwanie inwestorów, aż do pomocy emitentom i ich kontrolowanie.

Analizując statystyki dotyczące rynku podstawowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie można zauważyć zmienność liczby podmiotów na niej notowanych. Mniej dynamiczny wzrost liczby spółek, a nawet odnotowany w historii GPW spadek ich liczby, spowodowany był wieloma wycofaniami z obrotu. Jest to zjawisko wpływające na rozwój rynku papierów wartościowych w Polsce. Dlatego właśnie warto zwrócić uwagę na wyłączenia spółek z notowań na GPW. Poza wzrostem liczby spółek, w ciągu 25 lat doszło do 183 wycofań. Zjawisko to rozpoczęło się w 1997 roku, kiedy z Giełdy Pa-

pierów Wartościowych w Warszawie wycofały się pierwsze dwie spółki (Rocznik giełdowy 1998, s. 16), a swoje maksimum osiągnęło w latach 2002 i 2003, gdy liczba ta wzrosła do 19 spółek rocznie. Faktu tego nie można uznać za nieistotny, chociażby z uwagi na osiągnięcie w roku 2003 aż 9,36% wycofań w porównaniu z liczbą wszystkich notowanych spółek. Wycofanie się z GPW 183 spółek w ciągu wszystkich lat jej funkcjonowania spowodowało spadek liczby notowanych na GPW spółek o około 40%. Powyższe dane wskazują na istotność przeprowadzonego dalej badania.

1. WYKLUCZENIE SPÓŁKI PUBLICZNEJ W PRAWIE POLSKIM

Wykluczenie spółki publicznej z obrotu w polskim prawie określa regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi) oraz ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych).

Na podstawie § 31 Regulaminu GPW (Regulaminu GPW - stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2022 r.) Zarząd Giełdy wycofuje instrumenty finansowe z obrotu giełdowego:

1. jeżeli ich zbywalność stała się ograniczona,
2. na żądanie KNF zgłoszone zgodnie z przepisami ustawy o obrocie,
3. w przypadku zniesienia ich dematerializacji,
4. w przypadku wykluczenia ich z obrotu na rynku regulowanym przez właściwy organ nadzoru.

Natomiast w przypadkach określonych w pkt. 2 Zarząd Giełdy może wycofać instrumenty finansowe z obrotu giełdowego:

1. jeżeli przestały spełniać inne niż ograniczona zbywalność warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego na danym rynku,
2. jeżeli emitent narusza przepisy obowiązujące na giełdzie,
3. na wniosek emitenta, przy czym Zarząd Giełdy może uzależnić spełnienie żądania od dodatkowych warunków,
4. wskutek ogłoszenia upadłości emitenta albo w przypadku oddalenia przez sąd wniosku o ogłoszenie upadłości z powodu braku środków w majątku emitenta na zaspokojenie kosztów postępowania,

5. jeżeli uzna, że wymaga tego interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu,
6. wskutek podjęcia decyzji o połączeniu emitenta z innym podmiotem, jego podziale lub przekształceniu,
7. jeżeli w ciągu ostatnich 3 miesięcy nie dokonano żadnych transakcji giełdowych na danym instrumencie finansowym,
8. wskutek podjęcia przez emitenta działalności zakazanej przez obowiązujące przepisy prawa,
9. wskutek otwarcia likwidacji emitenta.

Podjmując decyzję o wykluczeniu instrumentów finansowych z obrotu giełdowego na rynku podstawowym, Zarząd Giełdy na podstawie § 33 może przenieść je na rynek równoległy:

1. z własnej inicjatywy – w przypadkach, o których mowa w § 31 ust. 2 pkt 1 i 7,
2. na wniosek emitenta – w przypadkach, o których mowa w § 31 ust. 2 pkt 3.

Przed podjęciem uchwały o wykluczeniu instrumentów finansowych Zarząd Giełdy może zawiesić obrót tymi walorami.

Dodatkowo, informacje o zawieszeniu obrotu lub wykluczeniu instrumentów finansowych z obrotu giełdowego podawane są niezwłocznie do wiadomości publicznej w sposób określony w odnośnej ustawie (Regulaminu GPW - stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2022 r. § 34)

Komisja Nadzoru Finansowego może zażądać od giełdy wykluczenia akcji z obrotu w przypadku, gdy obrót nimi zagraża w sposób istotny prawidłowemu funkcjonowaniu rynku regulowanego lub bezpieczeństwu obrotu na tym rynku czy też powoduje naruszenie interesów inwestorów, na podstawie art. 20 ust. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (§ 34, Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi).

Natomiast zgodnie z ust. 4c „komisja, w przypadku otrzymania informacji od organu nadzoru nad rynkiem regulowanym w innym państwie członkowskim o wystąpieniu przez ten organ z żądaniem wstrzymania, zawieszenia lub wykluczenia z obrotu określonego instrumentu finansowego, występuje do spółek prowadzących rynek regulowany oraz podmiotów organizujących alternatywny system obrotu z żądaniem odpowiednio wstrzymania, zawieszenia lub wykluczenia z obrotu tego instrumentu finansowego, o ile nie spowoduje to znaczącego naruszenia interesów inwestorów ani nie zagrazi bezpieczeństwu obrotu”. W ustawie o obrocie instrumentami finansowymi wyraźnie

określa się też sytuacje, w których karą za nieprawidłowe postępowanie może być nawet wykluczenie akcji z obrotu.

Zgodnie z art. 176, w przypadku, gdy emitent nie wykonuje lub nienależycie wykonuje obowiązki, o których mowa w art. 157, 158 i 160, w tym wynikające w szczególności z przepisów wydanych na podstawie art. 160, Komisja Nadzoru Finansowego może wydać decyzję o wykluczeniu papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym. Chodzi tu o sytuacje, w których dochodzi do ujawnienia informacji poufnych (Zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi i stanowiskiem Komisji Nadzoru Finansowego nie zabrania się osobom mającym dostęp do informacji niejawnych dotyczących spółki dokonywania transakcji na papierach wartościowych swoich spółek, lecz obowiązują ich ściśle określone rygory, np. nie mogą tego robić, gdy posiadają ważne informacje, o których jeszcze nie poinformowano rynku, a które mogłyby wpłynąć na kurs papierów wartościowych.).

W odniesieniu do wykluczenia akcji z obrotu używa się pojęcia dematerializacji. Jednak w celu usystematyzowania wiedzy teoretycznej na temat funkcjonowania rynku papierów wartościowych należy najpierw wskazać, że w prawie polskim występują dwie techniczne definicje papierów wartościowych, zawarte w ustawie z dnia 27 lipca 2002 roku Prawo dewizowe (Dz. U. 2002, nr 141, poz. 1178 ze zm.) oraz w ustawie z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005, nr 183, poz. 1538 ze zm., za Klibisz, Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, „The Journal of Management and Finance”, 2012, s. 372).

W ustawie z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. 1964, nr 16, poz. 93 ze zm.) sformułowano zaś klasyczne pojęcie papieru wartościowego, określające jego konstytutywne cechy. W ustawodawstwie polskim nie ukształtowała się jednak jeszcze normatywna definicja papierów wartościowych (Za Klibisz, Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, „The Journal of Management and Finance”, 2012, s. 372) „Brak rozwiniętej dogmatyki w zakresie ogólnego pojęcia papieru wartościowego niekiedy budzi wątpliwości interpretacyjne, jednak wraz z szybkim procesem tworzenia infrastruktury rynku kapitałowego, umożliwił proste przejście do nowoczesnej konstrukcji, jaką jest właśnie dematerializacja papierów wartościowych. Definiowanie papieru wartościowego na potrzebę dematerializacji, w doktrynie polskiej, wywołuje wiele kontrowersji. Wydaje się, że przyczyny należy szukać w istocie dematerializacji, prowadzącej do zerwania więzi między prawem majątkowym a nośnikiem, w którym było ono inkorporowane.

Dematerializacja papierów wartościowych polega „na zastąpieniu dokumentu inkorporującego prawa z papierów wartościowych przez zapisy komputerowe na właściwych rachunkach papierów wartościowych” (Zagadnienia ogólne papierów wartościowych, w: System prawa prywatnego t. 18, Prawo papierów wartościowych, 2005, s. 98 za Klibisz, Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, „The Journal of Management and Finance”, 2012, s. 372). Zapisy te „choć są dokonywane w formie elektronicznej, nie mogą być utożsamiane z wystawieniem przez dłużnika dokumentów w formie elektronicznej.” (Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, art. 78 § 2 za Klibisz, Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, „The Journal of Management and Finance”, 2012, s. 372), a zatem opatrzone podpisem elektronicznym równoważnym w skutkach z podpisem własnoręcznym (Jastrzębski, Warszawa 2009). „Takie stanowisko wydaje się zasadne, gdyż zapis nadający uprawnienia z tytułu posiadania papieru wartościowego zdematerializowanego nie może być identyfikowany z oświadczeniem woli dłużnika (emitenta) tego papieru. Istotą dematerializacji papierów wartościowych jest zatem stwarzanie możliwości emitowania papierów wartościowych niemających postaci dokumentu materialnego. (...) ważne jest jednak wskazanie, iż zapis dokonany w rejestrze uprawnień, który – nawet jeżeli przybiera postać elektroniczną – nie może być identyfikowany z podpisem na dokumencie elektronicznym” (Klibisz, Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, „The Journal of Management and Finance”, 2012, s. 372.). „Na etapach kształtowania się pojęcia dematerializacji, ze względu na możliwość stosowania różnych kryteriów, w doktrynie uformował się widoczny jej podział. Ze względu na metody dochodzenia do statusu papieru wartościowego zdematerializowanego możemy wyróżnić dematerializację pierwotną i następczą. W pierwszym przypadku papiery wartościowe od chwili powstania występują wyłącznie w postaci zapisu elektronicznego na właściwym rachunku papierów wartościowych. Przykładem może być nowa emisja papierów wartościowych wprowadzanych do obrotu publicznego w trybie obrotu pierwotnego (IPO). Z kolei w przypadku dematerializacji następczej, papier wartościowy w chwili powstania występuje w postaci dokumentu, który następnie ulega przekształceniu w zapis elektroniczny na właściwym rachunku papierów wartościowych. Ten wariant traktowany jest jako dematerializacja *sensu stricto*. Wywodzi się to z pojęcia dematerializacji, które zakłada przekształcenie dokumentu w postać niematerialną, o czym była mowa już art. 7 ust. 1 ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi”

(Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, s. 372). Z kolei ze względu na charakter przepisu ustanawiającego dematerializację wyróżnia się jej odmianę obligatoryjną i dobrowolną. Dematerializacja obligatoryjna może zostać przeprowadzona jedynie na podstawie bezwzględnie obowiązującego przepisu prawa. Jej przeciwieństwem jest dematerializacja dobrowolna, dokonywana przez emitenta papieru wartościowego na podstawie właściwego przepisu prawa (*Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, w: *System prawa prywatnego t. 18, Prawo papierów wartościowych*, 2005, s. 100 za Klibisz, Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, „The Journal of Management and Finance”, 2012, s. 372).

Dematerializacja papierów wartościowych to zamiana walorów występujących w postaci materialnej na zapis elektroniczny. Oznacza to, że takie instrumenty finansowe jak obligacje, akcje czy certyfikaty inwestycyjne nie występują w formie papierowych dokumentów, lecz istnieją wyłącznie w postaci elektronicznej jako zapisy księgowe na rachunkach papierów wartościowych. Dematerializację przeprowadza się w celu ułatwienia transakcji z udziałem walorów dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym.

Zniesienie dematerializacji jest odwrotnym procesem, powodującym przywrócenie akcji do postaci materialnej. Prawny aspekt dematerializacji reguluje ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych). Warunki zniesienia dematerializacji określa art. 91. Komisja, na wniosek emitenta z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, udziela zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu. Złożenie wniosku, o którym mowa w ust. 1, jest dopuszczalne, jeżeli walne zgromadzenie spółki, większością 4/5 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, podejmie uchwałę o zniesieniu dematerializacji akcji. W porządku obrad należy uwzględnić także sprawy dotyczące podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji.

Zniesienie dematerializacji akcji, zgodnie z art. 92 ustawy o ofercie, może być przeprowadzone na różne sposoby. Jest ono przede wszystkim wynikiem przekształcenia spółki z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w inną spółkę niż akcyjna. Kolejna możliwość to

połączenie spółki z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, z inną spółką lub podział takiej spółki – w przypadku, gdy akcje spółki lub spółek nowo zawiązanych czy też przejmujących nie są zdematerializowane. Dematerializacji podlegają również akcje spółki publicznej wycofane z obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które są jednocześnie przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w innym państwie. W tym przypadku obowiązek ogłoszenia wezwania dotyczy tych akcji spółki, które zostały nabyte w wyniku transakcji zawartych na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i są zapisane na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych na tym obszarze według stanu na koniec trzeciego dnia od daty ogłoszenia tego wezwania (Frydrych, 2020, s. 33-35). Wykluczenie spółki z obrotu na rynku giełdowym reguluje wiele przepisów, w których dokładnie opisano procedury i warunki tej operacji. Warto zaznaczyć, że wycofywanie spółki z giełdy może nastąpić zarówno z jej inicjatywy, jak i na wniosek Zarządu Giełdy. Daje to możliwość utrzymania odpowiedniego poziomu i zasad obrotu. Spółka łamiąca przepisy musi liczyć się z możliwością ukarania, a w przypadku rażących naruszeń – wykluczenia z rynku regulowanego.

2. ZJAWISKO WYKLUCZENIA SPÓŁEK NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Jednym z podstawowych mierników, na podstawie których ocenia się giełdę, jest liczba spółek będących w obrocie.

Analizując zawarte w tabeli 1 dane można zauważyć, że liczba spółek od 1991 roku, kiedy notowano ich 9, wzrosła do 433. Niepokojące są jednak pozostałe informacje. Okazuje się, że przez 30 lat wprowadzono na giełdę 727 spółek, z czego 293, czyli 40%, zostało wycofanych z obrotu.

Warto również dodać, iż nie wzięto w tym przypadku pod uwagę spółek, które wprawdzie nie zostały wycofane z GPW, lecz zamieniły część akcji będących w obrocie na kwity depozytowe przeznaczone na rynki zagraniczne. Odnotowano również kilka przypadków, gdy akcje z nowej emisji nie trafiły na krajowy parkiet, lecz zdeponowane w banku stanowiły podstawę do wystawienia kwitów depozytowych w innym kraju. Ten rodzaj emisji może wpływać negatywnie na polski rynek akcji, ponieważ zostaje on pozbawiony potencjalnej puli walorów, które mogły stać się przedmiotem obrotu na GPW.

Tabela 1. Liczba spółek wprowadzonych i wycofanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w porównaniu ze wszystkimi spółkami notowanymi w latach 1991–2013

Rok	Liczba spółek		
	notowanych na GPW	wprowadzonych po raz pierwszy do obrotu na GPW	wycofanych z obrotu na GPW
1991	9	9	0
1992	16	7	0
1993	22	6	0
1994	44	22	0
1995	65	21	0
1996	83	18	0
1997	143	62	2
1998	198	57	2
1999	221	28	5
2000	225	13	9
2001	230	9	4
2002	216	5	18
2003	203	6	19
2004	230	36	9
2005	255	35	10
2006	284	38	9
2007	351	81	14
2008	374	33	10
2009	379	13	8
2010	400	34	13
2011	426	38	12
2012	438	19	7
2013	450	23	11
2014	471	28	8
2015	487	30	13
2016	487	19	19
2017	482	15	20
2018	465	7	25
2019	449	8	22
2020	433	7	24
SUMA		727	293

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 07.02.2022).

2.1. PIERWSZE LATA GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE – 1991-2007

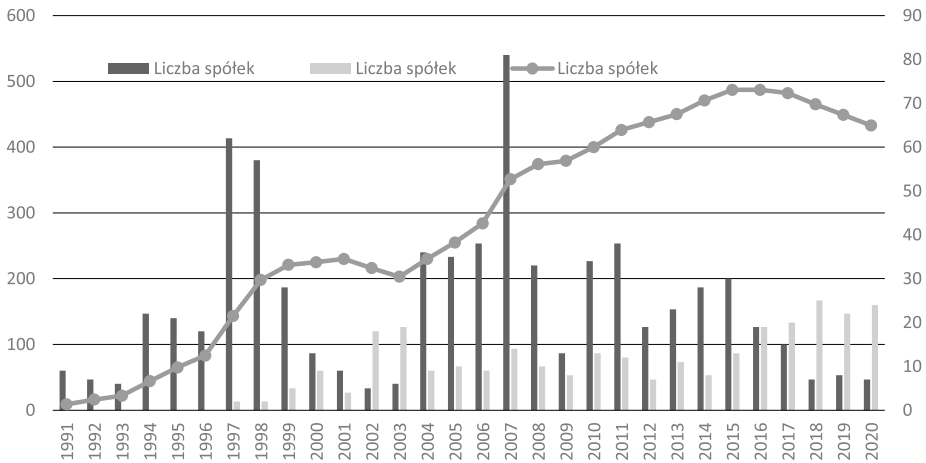
W pierwszych latach istnienia GPW napływ spółek był nieznaczny. Aż do 1994 roku wprowadzano na jej parkiet jedynie po kilka spółek rocznie. Po lekkim wzroście wskaźnika w latach 1994–1996 przełomowy okazał się rok 1997, kiedy na giełdzie zadebiutowały 62 spółki oraz 1998 – z liczbą nowych spółek sięgającą 57. Ten nagły wzrost spowodowało wprowadzenie na giełdę akcji 15 narodowych funduszy inwestycyjnych. W kolejnych latach można było zaobserwować spadek liczby wprowadzanych na giełdę spółek i największą liczbę wycofań, sięgającą łącznie 37 podmiotów w latach 2002–2003, co wiązało się przede wszystkim z sytuacją gospodarczą Polski, która była wówczas bliska kryzysu. Rok 2003 to jedyny taki okres od początku procesu transformacji, w którym nie odnotowano praktycznie wzrostu PKB.

Wyraźna asymetria w rozkładzie spółek składających w danym okresie wnioski o wycofanie akcji z obrotu nie jest przypadkowa. Ma ona swoje źródło w sytuacji, jaka zaistniała wtedy na GPW. Zła koniunktura gospodarcza i bessa na giełdzie spowodowały spadek wartości akcji, co z kolei zachęcało do ich wykupu i przejmowania poszczególnych podmiotów. Z sytuacji tej skorzystali głównie zagraniczni inwestorzy, zaangażowani kapitałowo w polskich spółkach. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, w latach 2002 i 2003 wycofano z giełdy odpowiednio 14 i 9 spółek. Zła sytuacja w gospodarce i na rynku kapitałowym nie zachęcała też do nowej emisji papierów wartościowych. Na giełdę weszło wówczas tylko 11 spółek. Tendencja spadkowa utrzymywała się, czego skutkiem było notowanie jedynie 203 spółek na koniec 2003 roku. Ich liczba zmniejszyła się radykalnie z powodu rekordowej liczby 8 bankructw oraz nadal dużej, składającej się z 10 spółek, grupy wycofującej się z uczestnictwa w obrocie publicznym.

Warto zastanowić się nad przyczyną tak wielu bankructw w danym okresie. Bankructwo spółki publicznej, która uznawana jest za przejrzystą, godną zaufania i właściwie zarządzaną, nie zachęca do inwestowania i psuje wizerunek giełdy. Rynek papierów wartościowych w Polsce nie może sobie pozwolić na takie zachwiania. Jest on zbyt słaby i cechuje się niską kapitalizacją, co sprawia, że bankructwa nie sprzyjają jego rozwojowi.

Rekordowa liczba ośmiu bankructw z 2003 roku jest znacząca w porównaniu z pięcioma upadłościami, które miały miejsce w latach 2000–2002. Dysproporcje te nie są jednak przypadkiem, a efektem długotrwałego procesu, który rozpoczął się od pojawienia krócej lub dłużej trwających trudności

z utrzymaniem płynności płatniczej. Tak właśnie było ze spółką Pażur, dystrybutorem wyrobów tytoniowych. W 2001 roku utraciła ona płynność finansową i przestała spłacać kredyty bankowe. Podjęto nawet próbę ratowania spółki poprzez dodatkową emisję akcji, jednak finalnie nie doszła ona do skutku i firma zbankrutowała.



Wykres 1. Liczba spółek wprowadzonych i wycofanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w porównaniu ze wszystkimi spółkami notowanymi w latach 1991–2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 10.02.2022).

Brak płynności finansowej doprowadził również do upadłości spółki Pia Piasecki. Kiedy kryzys dotknął budownictwo, firma zaczęła konkurować z innymi podmiotami o kontrakty, obniżając ceny poniżej kosztów. W krótkim okresie nie szkodziło to spółce, jednak dekonstrukcja trwała dłużej niż zakładano, a długotrwałe zaniżanie kosztów wywołało trudności płatnicze. Spółka Pia Piasecki nie była w stanie terminowo realizować kontraktów, co spowodowało zerwanie umów przez kilku inwestorów. Próba ratowania spółki kredytem bankowym ze względu na złą sytuację gospodarczą (dużo złych kredytów) i obawy instytucji finansowych nie była możliwa. Trudności finansowe doprowadziły do jeszcze większych problemów spółki i w efekcie do bankructwa (PIA Piasecki – specyfika upadłości w budownictwie, 2009, s. 339–363.).

Polityka kredytowa banków nie sprzyjała również w tamtym okresie firmom leasingowym. Banki zaczęły rozszerzać swoją działalność właśnie o leasing, tak więc nie były zainteresowane wsparciem finansowym konkurencji.

Dodatkowo występowały też o upadłość tych spółek. W ten sposób przyczyniły się do upadłości Lubelskiego Towarzystwa Leasingowego i znacznie osłabiły spółkę CLIF, której po dwóch latach udało się uzyskać kasację postanowienia sądu o ogłoszeniu upadłości i powrócić na giełdę.

Wyliczając spółki notowane na GPW, które zbankrutowały w 2003 roku, należy zauważyć, że spółek zagrożonych bankructwem było wówczas aż 25, a upadło zaledwie 8, czyli 32% faktycznie zagrożonych. Rozszerzając analizę rynku o te dane, przychodzi stwierdzić, iż posiadanie statusu spółki publicznej działa korzystnie nawet w przypadku długotrwałej niezdolności do regulowania długów.

Rozwiązaniem w przypadku spółki będącej w złej kondycji finansowej jest wykupienie jej przez inną firmę. Stało się tak w przypadku firmy Ariel specjalizującej się w produkcji obuwia. Po przejściu spółki przez nowego inwestora zmieniono jej nazwę na Internet Group, a przedmiot działalności na usługi telekomunikacyjne, w tym udostępnianie sieci Internet, zakładanie wydzielonej sieci czy dostęp do transmisji danych. Dodano też do obszaru możliwej działalności usługi reklamowe i doradcze. Przejęcie upadającej spółki pozwoliło inwestorowi łatwiej dostać się na giełdę. Po spłaceniu wierzytelności przejmowana spółka posłużyła jako baza do wejścia na rynek giełdowy (Kołodziejczyk, 2008, część II; opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych).

Inny cel wykupu upadającej spółki dotyczył przedsiębiorstwa Chemiskór, przemianowanego później na 4Media. Inwestor po przejściu spółki zaczął wyprzedawać jej majątek, łącznie z Fabryką farb i koncentratu do PCW. Zmieniono również rodzaj działalności na wydawniczą, poligraficzną, radiowo-telewizyjną i internetową. Ostatecznie nowy właściciel wykorzystał upadającą spółkę jako bazę środków trwałych możliwych do szybkiej wyprzedaży (Działalność 4Media nie trwała długo. Spółka nie płaciła świadczącym jej usługi drukarniom i wydawnictwom przez co zwiększyła zadłużenie. Próbowano je pokryć nową emisją akcji, jednak na to rozwiązanie nie zgodziła się Poligrafia i w 2002 r. wystąpiła do sądu z wnioskiem o ogłoszenie upadłości. W 2003 r. KPWiG zawiesiła obrót akcjami 4Media).

Wiele spółek zagrożonych upadłością broniło się przez długi czas. Założyciel Apeximu dwa lata walczył o uzdrowienie kondycji finansowej swojej firmy, z kolei spółce Ocean udało się aż osiem razy podważyć postanowienie sądu o upadłości. Jednak czy walka tak wielu spółek znajdujących się na granicy upadłości pozytywnie oddziałuje na wizerunek polskiego rynku papierów

wartościowych? D. Wolak w swoim artykule trafnie zauważa, że „utrzymywanie na giełdzie podmiotów, które w każdej chwili mogą upaść, psuje obraz całego rynku. Koszty utrzymywania przy życiu bankrutów ponoszą drobni inwestorzy, którzy gorzej poinformowani o tym co się dzieje w spółce, tracą na spadku kursu. Kilka bankructw oczyściłoby rynek.” (Wolak, 2001)

Tabela 2. Przyczyny wycofania akcji spółek z obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000–2020

	Przyczyny wyjścia z GPW zgodnie z terminologią stosowaną w Rocznikach Giełdowych GPW														
	razem wyjścia z GPW	Fuzja/przejęcie	Upadłość	Decyzja KNF dot. bezterminowego wykluczenia	Na wniosek emitenta	Zniesienie dematerializacji akcji	Bezpieczeństwo uczestnika obrotu	Przekształcenie spółki	Wniosek BFG	Zezwolenie KNF na wycofanie z obrotu	Reorganizacja finansowa emitenta	Przymusowy wykup	Wykluczenie z obrotu na rynku macierzystym	Wykluczenie z obrotu	Wyprowadzenie z obrotu
2000	6	5	1												
2001	2	1	1												
2002	18	1	3	4	10										
2003	19	2	8											1	8
2004	9	8	1												
2005	10	5	5												
2006	9	9	0												
2007	14	10	1			3									
2008	10	4	3								3				
2009	8	6	1								1				
2010	13	3	1			7					1	1			
2011	12	3	5			3					1				
2012	7	1	1			4				1					
2013	11	1	4			5				1					
2014	8	1	2		1	3				1					
2015	13	2	6		3	2									
2016	19	1	2	3	3	10									
2017	20		2	2	1	15									
2018	25	1	5	2	1	16									
2019	22		7	2		11	1	1							
2020	24		6	1					1	16					
suma	279	64	65	14	19	79	1	1	1	16	3	6	1	1	8

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 10.02.2022). Przepisy prawne odnoszące się do tej kwestii przymusowego wykupu zostały wprowadzone w 2005 r. ustawą o ofercie publicznej.

W latach 2004–2006 dało się odczuć wyraźne polepszenie sytuacji na giełdzie. Był to efekt ożywienia gospodarki pod koniec 2003 roku. Liczba spółek opuszczających parkiet spadła gwałtownie z 19 w 2003 do 9 w 2004 roku. Odnotowano również znaczny wzrost debiutów. Łącznie w ciągu tych trzech lat na GPW pojawiło się 109 spółek. Analizując przyczyny wycofywania spółek z giełdy w tym okresie, należy zastanowić się nad rosnącą liczbą fuzji i przejęć. Podane w tabeli 2 dane o spółkach, których akcje zostały z tego powodu wycofane z obrotu, nie oddają jednak w pełni skali dokonujących się wówczas zmian w strukturach własnościowo-kapitałowych polskich spółek publicznych.

Wycofanie z obrotu akcji przejmowanej spółki nie jest jedynym sposobem na jej przejęcie lub fuzję z innym. Inne możliwości to emisja akcji zamiennych, objęcie całych serii akcji nowych emisji lub zgłoszenie wezwania do sprzedaży akcji. Akcje te można później umorzyć zamiast wycofywać z obrotu. (Asyngier, 2017, s.8-10)

W kontekście fuzji i przejęć zachodzących na GPW należy zastanowić się również nad motywami skłaniającymi do podejmowania tego rodzaju przedsięwzięć. Przychodzi bowiem zauważyć, iż przejmowane podmioty znajdowały się często w dobrej kondycji finansowej, a ich produkty były uznane na rynku.

Tak było z firmami Farm Food i Jarosław (przemysł mięsny), które przejął Sokołów. Pierwsza ze spółek posiadała tak dobrą renomę, iż Sokołów jeszcze do niedawna posługiwał się nazwą Farm Food, reklamując swoje produkty. Atutem spółki Jarosław były z kolei rynki zbytu na terenie Ameryki Północnej. Jak widać, Sokołów, przejmując dwie spółki ze swojej branży, dążył do wzmocnienia własnej pozycji na rynku krajowym i rozszerzenia zasięgu działań poza granice kraju. Należy również zauważyć, iż głównym inwestorem Sokołowa była szwedzka firma Saturn Nordic Holding AB, która w 2006 roku po objęciu wszystkich akcji jako jedyny właściciel zdecydowała o wycofaniu akcji z obrotu (Kołodziejczyk, 2008, część II; opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych).

W latach 2004–2006 22 spółki zostały wycofane z obrotu z powodu przejęć i fuzji. Stanowi to jedynie 6,6% ogółu podmiotów notowanych na giełdzie, należy jednak podkreślić, iż na ówczesne polskie warunki, były to spółki zaliczane do dużych organizmów gospodarczych. Warto przy tym zaznaczyć, że w 77,3% przypadków fuzji i przejęć przeprowadzonych w tym okresie krajowe spółki stały się częścią międzynarodowych koncernów. Zwiększyło to automatycznie ich rynki zbytu, zapewniło lepsze wsparcie finansowe i rzeczowe, a także umożliwiło korzystanie z dotychczasowych doświadczeń jedynego

zagranicznego akcjonariusza. Przedsiębiorstwa posiadające inwestora zagranicznego z pewnością zyskują wiele, chociażby ze względu na konieczność dostosowania swojej działalności do poziomu pozwalającego na konkurowanie na międzynarodowym rynku. Należy również podkreślić, że inwestorzy zagraniczni w szerokim zakresie wykorzystali dekonjunkturę na polskim rynku akcji do przejścia kontroli nad krajowymi spółkami. Stosowane w latach 2004–2006 przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd próby ograniczania zjawiska związanego z wycofywaniem spółek nie przyniosły oczekiwanego skutku (Komisja uzależniała wydanie pozwolenia na powiększenie posiadanego pakietu 50% akcji od złożenia deklaracji, że spółka będzie utrzymywana na giełdzie przez kilka lat, przynajmniej do 1 maja 2004 roku. Pomimo to, duża część inwestorów zabiegała o pozwolenie na wcześniejsze wyjście.).

W 2005 roku w ustawie o ofercie publicznej wprowadzono przepisy prawne odnoszące się do tej kwestii wykupu akcji (tzw. squeeze out). Od tego czasu można obserwować to zjawisko w statystykach giełdowych. Liczba przymusowych wykupów akcji ogłoszonych w kolejnych 10 latach wahała się od kilku do 10 w 2010 roku (Królik-Kołtunik, 2015, s. 292-293).

Rok 2007 był rekordowym okresem, jeżeli chodzi o debiuty. Dobra koniunktura w gospodarce, hossa na giełdzie oraz silne wzrosty cen akcji korzystnie wpływały na sytuację na rynku papierów wartościowych. Na GPW pojawiło się aż 81 nowych spółek. Liczbę 365 spółek notowanych w tym roku na giełdzie należy pomniejszyć o 14 podmiotów, które opuściły parkiet.

2.2. GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE OD CZASU KRYZYSU W 2008 ROKU

W roku 2008 dekoniunktura ogarniająca całą Europę zebrała żniwo również na GPW. Przez większą część roku notowano spadki cen akcji, w wyniku czego kapitalizacja GPW spadła o ponad 50%. Jednak w odróżnieniu od większości giełd europejskich, gdzie niekorzystna koniunktura wstrzymała rozwój rynku pierwotnego, w 2008 roku na rynku regulowanym w Polsce zadebiutowały 33 spółki.

Ze względu na głęboki kryzys na światowych rynkach kapitałowych, który nie ominął także Warszawy, jeszcze na początku 2009 roku mogło się wydawać, że będzie to bardzo trudny okres zarówno dla polskiej gospodarki, jak i samej giełdy. Tymczasem po opublikowaniu pozytywnych wyników na temat wzrostu PKB (Polska jako jedyny kraj w Unii Europejskiej osiągnęła dodatni poziom tego wskaźnika) można było zauważyć zmianę niskowego trendu

i w rezultacie poprawę kondycji rynku kapitałowego. Wszystkie indeksy GPW zanotowały w 2009 roku kilkudziesięcioprocentowe wzrosty, a według raportu FESE Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie była rynkiem, na którym miał miejsce największy wzrost kapitalizacji w Europie.

Liczba debiutów w 2009 roku nie była tak imponująca, jak w latach poprzednich, jednak nowe emisje osiągały znaczące wartości. Jeszcze w 2009 roku na rynku zadebiutowała prywatyzowana wówczas spółka PGE Polska Grupa Energetyczna. Wartość akcji w ofercie publicznej, wynosząca blisko 6 mld PLN, sprawiła, iż była to druga pod względem wartości emisja w historii GPW (Największą ofertą publiczną w historii GPW była oferta przeprowadzona przez spółkę PKO BP, w związku z jej debiutem na GPW. Wówczas wartość oferty wyniosła 7,9 mld PLN.) i największa w danym roku w Europie. Nową, równie dużą emisję, wynoszącą nieco ponad 5 mld PLN, wprowadziła do obrotu notowana już spółka PKO BP SA. Łącznie do obrotu na głównym rynku GPW weszło 13 nowych spółek (https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=115&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2010).

Rok 2010 był kolejnym okresem dobrej koniunktury giełdowej. Otwarta polityka prywatyzacyjna Skarbu Państwa oraz atrakcyjny zwrot z inwestycji w papiery wartościowe wywołały duże zainteresowanie rynkiem kapitałowym wśród rzeszy nowych inwestorów, którzy coraz chętniej dywersyfikowali swoje oszczędności, lokując je bezpośrednio na giełdzie lub powierzając towarzystwom inwestycyjnym. Rok 2010 upłynął na GPW także pod znakiem rekordowo dużej liczby debiutów. Do najważniejszych z nich należały trzy duże oferty prywatyzacyjne Skarbu Państwa, które wraz ze 109 innymi IPO na obu rynkach akcji dały GPW doskonałą, drugą pozycję w Europie pod względem liczby i wartości IPO. Wśród nich historyczną ofertą, nazwaną też „debiutem dwudziestolecia”, był start GPW na jej własnym parkiecie. Oferta publiczna akcji GPW wzbudziła rekordowe zainteresowanie inwestorów – na akcje zapisało się ponad 320 tys. inwestorów indywidualnych, natomiast popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych aż 25-krotnie przewyższył podaż. Prestiżowy miesięcznik „Euromoney” uznał debiut GPW za jedno z najważniejszych wydarzeń 2010 roku na rynkach finansowych Europy Środkowo-Wschodniej. Kolejne dwie oferty prywatyzacyjne to oferta wiodącego polskiego ubezpieczyciela PZU SA – największa w historii GPW oferta publiczna akcji – oraz oferta Tauron Polska Energia SA. Łączna wartość akcji wprowadzonych do obrotu w ramach tych trzech ofert wyniosła 13,5 mld PLN. W całym 2010 roku wartość WIG wzrosła o ponad 18%, natomiast wśród indeksów cenowych naj-

wyższą stopę zwrotu osiągnął indeks spółek średnich – mWIG40 (blisko 20%), następnie indeks spółek największych (WIG20), który zanotował wzrost o ponad 14% oraz indeks spółek małych (sWIG80) ze wzrostem ponad 10%.

Powodów polepszenia wyników rynkowych należy doszukiwać się w otwartej polityce prywatyzacyjnej Skarbu Państwa oraz atrakcyjnym zwrocie z inwestycji w papiery wartościowe. Lepsze rokowania rynku kapitałowego wywołały duże zainteresowanie wśród rzeszy nowych inwestorów, którzy coraz chętniej dywersyfikowali swoje oszczędności, lokując je bezpośrednio na giełdzie lub powierzając towarzystwom inwestycyjnym.

Wartość rynkowa notowanych spółek na koniec roku 2010 wynosiła 796,5 mld PLN, w tym 542,6 mld PLN w przypadku spółek krajowych. Łącznie z 8 spółkami, które przeszły z rynku NewConnect, na rynku regulowanym pojawiło się 34 nowych emitentów, którzy jednocześnie wycofali z obrotu akcje 13 spółek. Aż 8 z nich wyprowadzono z obrotu, 4 wycofano z giełdy z powodu przejścia lub połączenia, a 1 spółka ogłosiła upadłość. W sumie pod koniec roku na głównym rynku giełdowym notowane były akcje 400 spółek. Wartość rynkowa podmiotów debiutujących w 2010 roku wyniosła około 50 mld PLN, zaś kapitalizacja spółek wycofanych z obrotu 14,9 mld PLN (z czego kapitalizacja IMMOEAST stanowiła 11 mld PLN).

Rok 2011 to okres istotnej zmienności rynkowej wywołanej turbulencjami w strefie euro. Sytuacja na rynkach finansowych była nadal określana jako trudna. Mimo to Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie mogła zaliczyć ten rok do udanych. Odnotowano rekordową wartość obrotu akcjami oraz największą w Europie liczbę debiutów. W 2011 roku na parkiecie GPW zadebiutowało w sumie 38 spółek, co oznaczało wzrost o 12% w stosunku do roku poprzedniego. Łącznie na koniec 2011 roku na głównym rynku giełdowym notowanych było 426 spółek.

Ich wartość rynkowa wynosiła 642,9 mld PLN, z czego 446,2 mld PLN należało do spółek krajowych. Pojawiło się 38 nowych emitentów, w tym 12 zagranicznych. Liczba podmiotów, których akcje zostały wycofane z obrotu, utrzymywała się na podobnym poziomie jak w roku poprzednim i wyniosła 12, z czego 5 ogłosiło upadłość. Trzy spółki wyprowadziły akcje z obrotu, 4 spółki jako przyczyną wycofania z giełdy podały przejście lub połączenie. W sumie na koniec roku na głównym rynku giełdowym notowane były akcje 426 spółek, w tym 39 zagranicznych. Łączna wartość rynkowa podmiotów, które zadebiutowały w tym czasie na giełdzie wyniosła około 25 mld PLN, zaś kapitalizacja spółek wycofanych z obrotu tylko 3,2 mld PLN.

Warto podkreślić, że duża dynamika rozwoju rynku, z którą mieliśmy do czynienia w 2011 roku umocniła pozycję GPW na arenie międzynarodowej. Natomiast pod względem wartości realizowanych obrotów, liczby i wartości ofert, wartości rynkowej notowanych spółek oraz liczby inwestorów GPW zdeklasowała inne giełdy Europy Środkowej i Wschodniej, umacniając się w ten sposób na pozycji lidera w tym regionie.

Rok 2012 przyniósł wzrost wartości głównych indeksów giełdowych oraz większości indeksów branżowych. Wraz ze wzrostem indeksów nie nastąpił jednak wzrost obrotów instrumentami finansowymi. Wartość indeksu WIG, obejmującego spółki z głównego rynku, w całym roku wzrosła o 26,2%. Z kolei wartość rynkowa wszystkich spółek notowanych na głównym rynku wynosiła na koniec roku 734 mld PLN, z czego 523 mld PLN to wartość spółek krajowych. Na parkiecie GPW zadebiutowało wówczas 19 podmiotów. Z obrotu giełdowego wycofano zaś 7 spółek, tak więc o ponad 40% mniej niż w roku poprzednim. Główną przyczyną wycofania było wówczas wyprowadzenie z obrotu (5 spółek).

Sytuację na rynku giełdowym w 2012 roku można podzielić na dwa okresy. Od początku roku do końca maja wartość głównego indeksu giełdowego WIG wzrosła z 38 tys. do 42 tys. punktów, a następnie spadła do 37 tys. Od początku czerwca indeks WIG osiągał systematycznie kolejne szczyty i zakończył rok na poziomie blisko 48 tys. punktów, czyli niewiele niższym niż na początku 2011 roku. Tak więc od końca maja do końca grudnia indeks WIG zyskał 27,3%. Niestety ze wzrostem wartości indeksu nie wiązał się jednak wzrost obrotu akcjami. Inwestorzy trend zwykłowy traktowali z dystansem jako przejściowy i dlatego obroty akcjami w drugim półroczu były nieznacznie niższe niż w pierwszych 6 miesiącach roku.

W roku 2013 GPW częściej podążała ścieżką wytyczoną przez inne giełdy rynków wschodzących niż tą wskazaną przez Wall Street. Według analityków to właśnie takie postrzeganie Polski i polskiego rynku akcji (i w związku z tym brak dużego zaangażowania inwestorów zagranicznych), a nie niepewność związana z reformą emerytalną i OFE, było wówczas źródłem przeciętnych wyników GPW. Mimo wszystko roczna dynamika indeksu WIG osiągnęła poziom 8%.

Rok 2013 przyniósł wzrost liczby notowanych spółek. Na głównym rynku GPW liczba spółek wzrosła z 438 na koniec 2012 roku do 450, a w ciągu dwunastu miesięcy 2013 roku miały miejsce 23 debiuty. Kapitalizacja spółek krajowych zwiększyła się wówczas o 13% (do 593,5 mld PLN), a łączna kapitalizacja spółek

krajowych i zagranicznych o 15% (do 840,8 mld PLN). Jak wynika z informacji opublikowanych przez GPW, główne indeksy zakończyły 2013 rok ze stosunkowo niewielkimi odchyleniami. Roczna zmiana indeksu WIG30 wyniosła -1,8%, a WIG20 -7%. Indeks WIG30TR, który jest obliczany z uwzględnieniem dochodów z akcji, wzrósł o 2,9%. Duży wzrost zanotowały natomiast indeksy mniejszych spółek – mWIG40 oraz sWIG80, które zwiększyły swoją wartość kolejno o 31,1% i 37,3%. Na parkiecie pojawiły się 23 nowe spółki, w związku z czym ich łączna liczba wzrosła do 450. Po 2012 roku, kiedy spadła drastycznie liczba wycofanych spółek, rok 2013 przyniósł ich ponowne zwiększenie do 11. Najwięcej z nich, bo 6, zdecydowało się na wyprowadzenie akcji z obrotu, 4 spółki ogłosiły upadłość, natomiast tylko jedna wyszła z giełdy wskutek połączenia. Był to bank Nordea SA, który został przejęty przez PKO BP SA.

Rok 2014 obfitował w wiele ważnych zdarzeń kształtujących sytuację na GPW. Pierwszym z nich był atak Rosji na Ukrainę, który uruchomił całą lawinę późniejszych wypadków. W efekcie odnotowano niespotykany od przełomu lat 1980 i 1990 wzrost ryzyka geopolitycznego w Europie. W polską gospodarkę uderzyły przede wszystkim rosyjskie sankcje, a w efekcie spadek eksportu na wschód, szczególnie żywności. Wydarzenia te przyczyniły się do spadku cen akcji wielu średnich i mniejszych spółek. Indeks szerokiego rynku (WIG250) stracił ponad 15% od początku roku. Demontaż OFE spowodował natomiast wyraźny spadek popytu na polskie akcje ze strony tych funduszy – największych inwestorów na naszym rynku. Szczególnie boleśnie odczuły te zmiany średnie i małe spółki. Rok 2014 przyniósł wzrost liczby notowanych spółek na głównym rynku giełdowym z 450 na koniec 2013 do 471 na koniec 2014 roku. W tym czasie miało miejsce 28 debiutów, a zatem o 5 więcej niż w roku poprzednim. Łączna wartość ofert pierwotnych i wtórnych na głównym rynku GPW w 2014 roku wyniosła 4,6 mld PLN, z czego wartość ofert dwóch tylko podmiotów – PKP Cargo i Energa – stanowiła blisko 4 mld PLN. Kapitalizacja spółek krajowych na głównym rynku giełdowym sięgnęła 591,2 mld PLN na koniec 2014 roku, a łączna kapitalizacja spółek krajowych i zagranicznych wyniosła 1 253,0 mld PLN (wzrost o 48,0% w stosunku do 2013 roku).

Rok 2015 był ostatnim z liczbą wyjść z GPW nie przekraczającą 20 spółek. Z 18 spółek, 2 wyszły w związku z fuzją lub przejęciem, 6 w związku z upadłością. Pozostałe 5 spółek wycofało się z giełdy poprzez dematerializację akcji i na wniosek emitenta. Rok 2016 nie był szczególnie udany dla warszawskiego parkietu, jeżeli chodzi o liczbę spółek. Na rynku głównym zadebiutowało jedynie 19 spółek, a warto zauważyć, że część z nich były to przejścia z New-

Connect. Było to niepokojące zjawisko, ponieważ w poprzednich latach liczba debiutów była sporo wyższa niż 20. Z GPW wycofało się aż 19 spółek, najwięcej od 2003 roku. Były to znane spółki, np. Rovese, Empik, czy Travelplanet. Od roku 2016, kiedy notowano 487 spółek rozpoczął się trend spadku liczby podmiotów na GPW oraz wzrostu liczby wycofań z powodu dematerializacji akcji (w 2016 r. było ich 10).

Kolejne lata, aż do 2020 to kolejne spadki liczby spółek. Trend ten pokazuje tabela nr 3. Przyczyn tego zjawiska można upatrywać w mniejszej liczbie IPO, w roku 2014 i 2015 wprowadzono na GPW po ok. 30 spółek, w następnych dwóch latach liczba spadła do odpowiednio 19 i 15, natomiast w latach 2018 do 2020 nie przekraczała 8. Istotną przyczyną spadku liczby spółek był również wzrost liczby podmiotów wycofanych z parkietu. Od roku 2017 do 2020 z giełdy wycofywało się po co najmniej 20 spółek rocznie.

Warto również zauważyć, że wśród przyczyn opuszczenia GPW pojawił się istotny trend dematerializacji akcji. O ile do roku 2015 z tej przyczyny opuszczały parkiet pojedyncze spółki, to w roku 2016 było to 10 podmiotów, w 2017 – 15, w 2018 – 16, a w 2019 – 11. Co ciekawe trend ten nie utrzymał się w 2020 roku, gdzie w ogóle nie zanotowano dematerializacji akcji spółki giełdowej.

Tabela 3. Zmiana liczby spółek na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2015-2020

Rok	Zmiana liczby spółek
2015	16
2016	0
2017	-5
2018	-17
2019	-16
2020	-16

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 10.02.2022).

2.3. GŁÓWNE PRZYCZYNY WYCOFANIA SPÓŁEK Z GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Dane dotyczące fluktuacji spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie skłaniają do podsumowania rozważań na temat przyczyn wycofywania spółek z GPW. Licząc od początku istnienia giełdy do 2020 roku, na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutowało 727 spółek. Jednak na koniec grudnia 2020 roku na GPW notowano akcje już tylko 433

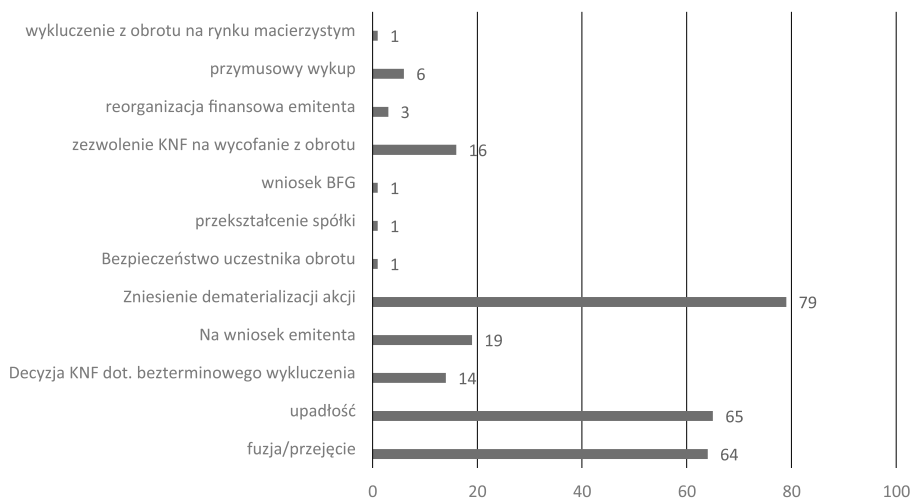
podmiotów. Przyczyną takiego stanu rzeczy są ciągle zmiany zachodzące na parkiecie. Jedne spółki dopiero pojawiają się na rynku, podczas gdy inne już zdążyły się z niego wycofać. Uwidaczniają się też trendy w gospodarce krajowej i światowej. Jest to naturalny proces funkcjonowania podmiotów na rynku. Jedne spółki w ramach realizacji strategii zdecydowały się na fuzję czy przejęcie celem wzmocnienia pozycji na rynku, inne dokonały nietrafnych wyborów rozwojowych i stanęły w obliczu różnych kłopotów, co skutkowało niejednokrotnie nawet bankructwem.

Na podstawie powyższych obserwacji można stworzyć listę podstawowych przyczyn wycofywania spółek z GPW. Są to:

1. zniesienie dematerializacji akcji
2. połączenie z innym podmiotem,
3. przejęcie przez inny podmiot,
4. upadłość,
5. wykluczenie akcji z obrotu.

Rozkład przyczyn wycofywania spółek z GPW w latach 2000–2020 przedstawiono na wykresie nr 2.

Podsumowując, w latach 2000–2020 z GPW wycofały się 293 spółki, czego najczęstszą przyczyną było zniesienie dematerializacji akcji (79 spółek). Wynikało to zarówno z osiągnięcia zamierzonych celów, jak i z obaw o wrogie przejęcie. Kolejną przyczyną wycofywania spółek z GPW były przejęcia lub połączenia z innymi podmiotami. Są to również bardzo szerokie pojęcia. Wrogie przejęcie jest nieporównywalne w skutkach z fuzją dokonywaną za zgodą obu stron. Przyczyną wycofywania spółek z GPW były również upadłości i bankructwa (około 15% spółek). Pod tym względem każdy przypadek należy rozpatrywać indywidualnie. Sama przyczyna doprowadzenia spółki do upadłości może być bowiem rozmaicie motywowana. Proces upadłościowy prowadzący do zniknięcia nie tylko z giełdy, ale też z rejestru spółek jest prowadzony w różny sposób.



Wykres 2. Przyczyny wycofania akcji spółek z obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000–2020

Źródło: Kołodziejczyk, 2008, część II, opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 17.01.2022).

Analizując temat wyjścia spółek z giełdy należy również zwrócić uwagę na brak podawania w statystykach „zniknięcia” z notowań spółek zagranicznych, co miało już miejsce dwukrotnie. W praktyce operacja ta polegała na nagłym wycofaniu akcji z GPW, co wywołało wiele negatywnych reakcji wśród inwestorów. Nagły i niespodziewany brak dotychczas notowanej firmy na rynku źle wpływa na opinie o parkiecie. Kolejny raz prawodawstwo powinno dostosować przepisy do nowych realiów, tak aby chronić interesy inwestorów. Wszelkie przypadki wycofania spółki z giełdy powinny być zawsze operacją jasną i transparentną. GPW musi zapewnić poszczególnym inwestorom prawo do wycofania się z inwestycji bez szkody, co oznacza na przykład możliwość odpisania straty od podatku.

PODSUMOWANIE

Ramy prawne dotyczące wycofania spółki z obrotu tworzy kilka aktów prawnych, tj. regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 września 2016 r.), ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi) oraz ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku

o ofercie publicznej i warunkach wprowadzanie instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.) Powyższe przepisy określają zarówno zasady, na jakich akcje mogą być wycofane z parkietu, jak i podmioty, które są do tego uprawnione. Prawo to posiada nie tylko spółka, ale także Komisja Nadzoru Finansowego i Zarząd Giełdy. W ten sposób poza wycofaniem spółki będącym przykładem prawidłowo działającego wolnego rynku zapewnia się też nadzór nad funkcjonowaniem rynku poprzez nakładanie odpowiednich sankcji. Daje to możliwość utrzymywania odpowiedniego poziomu i zasad obrotu na giełdzie. Spółka łamiąca przepisy musi liczyć się z możliwością ukarania, a w przypadku rażących naruszeń – wykluczenia z rynku regulowanego.

Podsumowując rozważania na temat typologii różnych form wycofania spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie można wskazać główne przyczyny takich operacji według klasyfikacji opracowanej przez GPW (Na podstawie przyczyn podawanych w Rocznikach giełdowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10), do których należą:

1. przejęcie lub połączenie z innym podmiotem,
2. upadłość,
3. wyprowadzenie/wycofanie z obrotu:
 - a. na wniosek emitenta,
 - b. w wyniku zniesienia dematerializacji akcji,
 - c. w wyniku reorganizacji finansowej emitenta – anulowanie akcji.

Jak już wspomniano, w latach 1991–2020 z GPW wycofały się 434 spółki, z czego najwięcej z powodu wyprowadzenia z obrotu, czyli wycofania się spółek z giełdy zarówno po osiągnięciu zamierzonych celów, jak i z powodu obaw o wrogie przejęcie. Kolejną przyczyną wycofywania się spółek z GPW były przejęcia lub fuzje z innymi podmiotami, a także upadłości i bankructwa. O upadłości bądź bankructwie spółki decydują różne czynniki. Bankructwo prowadzi zarówno do wycofania jej z giełdy, jak i wykreślenia z rejestru spółek. Z kolei powodem wykluczenia akcji z GPW w przypadku notowań spółek zagranicznych może być decyzja o wycofaniu wydana przez organ kraju pochodzenia tych podmiotów. Dwukrotnie w historii GPW przyczyną wycofania spółki z giełdy była reorganizacja finansowa emitenta, związana m.in. z anulowaniem akcji. W praktyce operacja ta polegała na nagłym wycofaniu akcji z GPW, co wywołało wiele negatywnych reakcji wśród inwestorów. Tak

niespodziewany brak notowanej dotąd firmy na rynku źle wpływa na opinie o całej giełdzie. W związku z istnieniem takich procedurów prawodawstwo powinno dostosować przepisy do nowych realiów, tak aby bronić interesy inwestorów. Wszelkie przypadki wycofania spółki z giełdy powinny być zawsze operacją jasną i transparentną, a GPW musi zapewnić poszczególnym podmiotom prawo do wycofania się z inwestycji bez szkody.

Dane zawarte w niniejszym artykule pozwalają określić istotność analizy zjawiska wycofywania spółek z rynku głównego GPW oraz wymienić główne przyczyny wyjścia. Zgodnie z przedstawionymi statystykami najwięcej spółek przestało być notowanymi na GPW na skutek zniesienia dematerializacji akcji (79). Kolejną przyczyną było przejęcie lub połączenie (64), natomiast 65 spółek zostało wycofanych z giełdy z powodu bankructwa. Należy jednak podkreślić, że tworzenie rankingu wycofań jest uzależnione od ich typologii i kwalifikacji. O ile upadłość oraz fuzje i przejęcia (Pojęcia połączenie i przejęcia również można klasyfikować oddzielnie.) są pojęciami wystarczająco uszczegółowionymi, o tyle dematerializacja, czy wyprowadzenie z obrotu funkcjonuje jedynie w postaci ogólnego sformułowania, które kryje w sobie wiele możliwych przyczyn.

Literatura

Asyngier, R. *Skuteczność wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym* w *Annales Universitatis Mariae Curie Skłodowska*. doi:10.17951/h.2017.51.1.7

Frydrych, S. *The Delisting of a Company from the Warsaw Stock Exchange as a Result of the Cancellation of the Dematerialisation of Shares –Tender Offer Price vs. IPO Price*. doi: 10.17951/h.2020.54.1.31-40

Dec, P. *PIA Piasecki – specyfika upadłości w budownictwie*. w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?* E. Mączyńska (red) Oficyna Wydawnicza SGH. Warszawa

Klibisz K., Majewska, M. (2012). *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*. „The Journal of Management and Finance”. Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171218949>

Kołodziejczyk, L. *Analiza przyczyn wycofania akcji polskich spółek z obrotu publicznego w latach 2000– 2014*. w: R. Bartkowiak, J. Ostaszewski (red.). *O nowy ład gospodarczy w Polsce, część II*. Oficyna Wydawnicza SGH. Warszawa

Królik-Kołtuni, K. (2015). *Przymusowy wykup akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie* w *Annales Universitatis Mariae Curie Skłodowska, Lublin*, Ddoi:10.17951/h.2015.49.4.291

Pietrzak, E. (1999). *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego, polityki kursowej i rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2003*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Gdańsk

Roczniki giełdowe 2001-2021, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10

Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, tekst ujednolicony na dzień 1 stycznia 2022 r. <https://www.gpw.pl/regulamin-gieлды-papierów-wartościowych-w-warszawie-sa>

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005, nr 183, poz. 1538).

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005, nr 184, poz. 1539).

Wolak, D. (2001). *W tym roku pojawiły się plany 7 emisji ratunkowych*. „Prawo i Gospodarka”. URL: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/W-tym-roku-pojawily-sie-plan-y-7-emisji-ratunkowych-134255.html>