

## **Wpływ popytu na akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na płynność rynku**

### **Aktywność inwestycyjna jako warunek zapewnienia płynności rynku**

Rynkiem papierów wartościowych, tak jak każdym rynkiem, rządzi prawo popytu i podaży. Towarem na tym rynku są wyemitowane, a następnie wprowadzone do obrotu na rynku wtórnym papiery wartościowe.

Podaż na pierwotnym rynku akcji odpowiada zaoferowanej przez emitenta puli akcji pochodzących z nowej emisji, popyt zaś zgłaszany jest przez zainteresowanych zakupem takich walorów inwestorów. Po wprowadzeniu akcji do obrotu giełdowego, podaż akcji to wystawienie będących w posiadaniu inwestorów akcji na sprzedaż innym inwestorom, przy zastosowaniu określonego rodzaju zlecenia maklerskiego. W taki sam sposób zgłaszany jest popyt na akcje – inwestorzy składają zlecenia kupna wybranych akcji za pośrednictwem biura maklerskiego. Na podstawie podaży akcji oraz popytu na nie, ustalany jest kurs akcji.

Z podażą akcji oraz popytem na nie związane jest zagadnienie płynności walorów (płynności rynku). Uznaje się, iż rynek jest płynny wtedy, gdy inwestorzy, którzy złożyli zlecenie na kupno lub na sprzedaż akcji, mogą je zrealizować w wybranym czasie. O płynności rynku świadczy więc m.in. liczba oraz wartość przeprowadzanych na danym rynku transakcji. W przypadku gdy akcje charakteryzują się dobrą płynnością, ryzyko inwestycyjne<sup>1</sup> związane z ich nabyciem jest niższe niż w przypadku niedostatecznej płynności, wobec czego zainteresowanie inwestorów uczestnictwem w transakcjach jest odpowiednio wyższe. Wynika to z faktu, iż nabywając akcje, które cechuje dobra płynność, inwestor jest przekonany o możliwości ich sprzedaży w dowolnej chwili. Z powyższych rozważań można wyciągnąć wniosek, że płynność walorów zachęca inwestorów do udziału w obrocie giełdowym, z kolei większa aktywność inwestycyjna wzmacnia płynność walorów. Inwestycje w papiery wartościowe o dostatecznej płynności przynoszą też ich posiadaczom odpowiednio wyższe stopy zwrotu z inwestycji, ze względu na aktywne zaangażowanie licznych inwestorów w obrót tymi walorami na rynku.

---

\* Autorka jest na stażu w IESE Business School w Barcelonie (Hiszpania). Artykuł wpłynął do redakcji w czerwcu 2006 r.

<sup>1</sup> Ryzyko płynności jest jednym z obszarów ryzyka inwestycyjnego. Analizę omawianego obszaru przeprowadzono m.in. w: [Socha, 2003, rozdział 3, pkt 5.3.]. Ryzyko płynności oddziałuje również na wycenę akcji. Więcej na ten temat patrz np.: [Smaga, 1995].

Obok wskazanego, bardzo ważnego czynnika, jakim jest aktywność inwestorów na rynku, płynność papierów wartościowych uzależniona jest również od innych<sup>2</sup>. Kluczowym z nich jest liczba akcji, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz *free float*<sup>3</sup> rynku. Wiadomym jest, iż im więcej akcji znajduje się w obrocie giełdowym, tym więcej jest możliwości inwestycyjnych, im wyższy jest *free float* giełdy, tym więcej akcji ma szansę zmieniać swojego posiadacza w drodze zawiązywanych transakcji. Dzięki temu zyskuje płynność rynku.

Zdarza się jednak, w szczególności na słabo rozwiniętych giełdach papierów wartościowych, iż inwestorzy zainteresowani są nabyciem akcji, podczas gdy podaż walorów nie satysfakcjonuje zgłoszonego na nie popytu. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy szukać na wielu płaszczyznach.

Po pierwsze, rynek papierów wartościowych może rozwijać się w sposób nierównomierny, co oznacza, iż jedna ze stron rynku jest lepiej rozwinięta niż druga. W tym przypadku, strona popytowa jest bardzo prężna, inwestorzy dysponują środkami o wartości istotnie przekraczającej wartość aktywów po stronie podażowej. W omawianym przypadku zagrożeniem dla rozwoju rynku papierów wartościowych jest niedostateczna liczba oraz „wartość wewnętrzna”<sup>4</sup> akcji na rynku papierów wartościowych, która przekłada się na osłabienie płynności rynku.

Po drugie, poszczególne spółki, których akcje są przedmiotem obrotu giełdowego mogą charakteryzować się niskim *free float*’em. Oznacza to, iż walory spółki objęte zostały przez inwestorów w dużych pakietach, co często utożsamiane jest z „zamrożeniem” akcji przez ich posiadaczy, czy ich „wykluczeniem” z „czynnego” obrotu. Wynika to z faktu, iż wchodząc w posiadanie znaczących pakietów akcji, inwestorzy z reguły zainteresowani są realizacją praw korporacyjnych ucieleśnionych w tych walorach. W takim przypadku często mamy do czynienia z inwestycjami średnio i długoterminowymi, wpływającymi negatywnie na płynność rynku papierów wartościowych.

Z omówionym problemem zakupu przez inwestorów znaczących pakietów akcji, które następnie utrzymywane są w portfelach inwestycyjnych przez długi okres czasu, należy połączyć zagadnienie nabywania akcji przez inwestorów instytucjonalnych. Przy założeniu nierównomiernego rozwoju strony podażowej oraz popytowej rynku papierów wartościowych, z przewagą tej drugiej, zgłaszanie długoterminowego popytu na akcje o znacznej wartości może doprowadzić do „zablokowania” rynku. Inwestorzy instytucjonalni, a więc w dużej mierze fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne, dysponują znacznymi środkami lokacyjnymi, dynamicznie przyrastającymi z roku na rok<sup>5</sup>. W Polsce na przykład dotyczy

<sup>2</sup> Należy zauważyć, iż papiery wartościowe mogą charakteryzować się różną płynnością, w zależności od koniunktury na giełdzie. Por. [Łon, 2005b].

<sup>3</sup> Za *free float* uważa się akcje, które objęte zostały przez inwestorów w małych pakietach, nie przekraczających 5 procent ogółu głosów na walnym zgromadzeniu.

<sup>4</sup> Wartość „wewnętrzna” (wartość fundamentalna) – jest to wewnętrzny potencjał spółki do generowania wartości ekonomicznej dla akcjonariuszy w długim okresie czasu.

<sup>5</sup> Omawiany problem podnoszony był w Polsce przez licznych autorów. Por. np. [Projekcja..., 2002, rozdział 1, 5 i 6].

to przede wszystkim funduszy emerytalnych, do których nieustannie napływają składki emerytalne, ale również funduszy inwestycyjnych, które ze względu na stopniową poprawę stopy życia ludności cieszą się coraz większym zainteresowaniem. Poza tym polityka inwestycyjna funduszy emerytalnych jest obwarowana ścisłymi ograniczeniami prawnymi, między innymi w lokowaniu środków na rynkach zagranicznych<sup>6</sup>. Oznacza to, iż inwestorzy instytucjonalni w postaci funduszy emerytalnych zgłaszają rosnący popyt, często długoterminowy, na akcje notowane na rynku krajowym. Konsekwencje<sup>7</sup> mogą być różne, od pozytywnych związanych m.in. z lepszym dostępem przedsiębiorstw do kapitału na rynku papierów wartościowych, po negatywne, związane z wypychaniem innych uczestników rynku, nadmiernym wzrostem cen akcji na rynku (w oderwaniu od ich wartości fundamentalnej)<sup>8</sup>, w końcu – ze znacznym osłabieniem płynności rynku<sup>9</sup>.

Podjęte rozważania pozwalają na zwrócenie uwagi, jak istotne znaczenie dla perspektyw rozwoju rynku papierów wartościowych odgrywają inwestorzy. Od ich aktywności inwestycyjnej<sup>10</sup> uzależniona jest wycena akcji notowanych na giełdzie<sup>11</sup>, tym samym – kapitalizacja giełdowego rynku akcji<sup>12</sup>, która z kolei jest wyznacznikiem stopnia rozwoju rynku. Dla rozwoju rynku ważne jest uczestnictwo zarówno inwestorów indywidualnych, jak również instytucjonalnych<sup>13</sup>. Pierwsza grupa inwestorów jest bardzo pożądana ze względu m.in. na podtrzymywanie płynności giełdowego rynku akcji, druga – ze względu na kapitał inwestycyjny, jakim dysponuje. Uczestnictwo inwestorów instytucjonalnych jest korzystne również ze względu na wiedzę inwestycyjną, jaką dysponują takie instytucje. Dzięki temu rynek papierów wartościowych może być bardziej stabilny, poprawiać się też może efektywność informacyjna rynku.

Z drugiej strony, perspektywie rozwoju rynku papierów wartościowych może zaszkodzić niedostatecznie rozwinięta strona podażowa rynku oraz nadmiernie rozwinięta, w stosunku do tej drugiej, strona popytowa. Jak wskazano, w konsekwencji

---

<sup>6</sup> Fundusze emerytalne mogą inwestować swoje środki w aktywa zagraniczne do wysokości 5 procent swoich aktywów finansowych. Źródło: [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r]; [Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r].

<sup>7</sup> Warto zwrócić uwagę na analizę zawartą w artykule: [Łon, 2005a].

<sup>8</sup> Takie zagrożenie dotyczy w szczególności młodych rynków, choć również analiza rynku amerykańskiego wykazała iż inwestorzy instytucjonalni, w tym w szczególności fundusze emerytalne, przyczyniły się do „rozgrzania” koniunktury na rynku akcji w latach 80. i 90. XX w., ze wszelkimi negatywnymi tego skutkami. Więcej na ten temat patrz: [Clowes, 2002], [Evans, 2003].

<sup>9</sup> Por. [Bujak i inni, 2001], i [Chełchowski i inni, 2001].

<sup>10</sup> Aktywność inwestycyjna uzależniona jest od wielu czynników. Interesujący ich przegląd zawarto w artykule: [Madej, 2006].

<sup>11</sup> Szerzej na ten temat patrz np. [Orosel 1997, s. 375-395].

<sup>12</sup> Kapitalizacja jest to wartość rynkowa akcji wszystkich spółek notowanych na giełdzie.

<sup>13</sup> Badanie dotyczące udziału inwestorów instytucjonalnych w obrotach akcjami oraz wyceny tych akcji na przestrzeni lat 1980-1996 w USA wskazało istotne powiązanie pomiędzy tymi wielkościami. Por. [Gompers, Metrick, 2001, s. 229-259].

istnieje ryzyko istotnego osłabienia płynności rynku papierów wartościowych, ze wszystkimi tego negatywnymi skutkami<sup>14</sup>.

Rozważania te prowadzą do wniosku, iż rozwój giełdowego rynku papierów wartościowych uzależniony jest od ciągłego zwiększania liczby akcji w obrocie giełdowym, w drodze emisji nowych serii akcji przez dotychczasowych emitentów oraz poprzez plasowanie na giełdzie walorów przez nowe spółki. Procesowi wzmocnienia strony podaźowej rynku powinny towarzyszyć działania mające na celu wzmocnienie segmentu drobnych inwestorów, prowadzące do zwiększenia ich udziału w ogóle przeprowadzanych na giełdzie transakcji. Kluczowe znaczenie ma tutaj edukacja ekonomiczna, czy stricte związana z mechanizmami rynku kapitałowego oraz promowanie wzorców racjonalnego inwestowania w społeczeństwie<sup>15</sup>.

### Analiza płynności giełdowego rynku akcji

Płynność giełdowego rynku akcji odgrywa szczególnie ważną rolę w rozwoju rynku papierów wartościowych. Jak wskazano, aktywność inwestycyjna na rynku oraz odpowiednia struktura strony popytowej rynku ma kluczowe w tym zakresie znaczenie.

Płynność można badać za pomocą różnych miar. Kilka z nich, właściwych dla giełdowego rynku akcji w Polsce przedstawiono w tablicy 1.

Tablica 1

Wybrane wielkości określające płynność rynku giełdowego akcji w latach 1995-2005

WSKAŹNIK	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wartość obrotów (mld zł)	13,7	29,9	52,3	62,3	89,0	169,1	80,4	63,7	79,8	118,5	191,1
Dynamika zmian	bd	+119%	+75%	+19%	+34%	+90%	-52%	-21%	+25%	+49%	+61%
Średnia wartość obrotu na sesję (mln zł)	54,9	119,6	210,2	249,4	357,3	676,4	321,8	255,7	317,8	464,8	761,3
Średnia liczba transakcji na sesję	7.754	9.056	14.048	14.365	17.417	14.919	12.512	11.358	12.228	15.467	19.277
Średnia wartość transakcji (tys. zł)	7	13	15	17	21	23	13	11	13	15	19
Liczba spółek notowanych na giełdzie	65	83	143	198	221	225	230	216	203	230	255

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

<sup>14</sup> Szerzej na temat niedostatecznie rozwiniętej strony podaźowej rynku jako ograniczenia w rozwoju GPW patrz np. [Ciejpa-Znamirowski, 2004].

<sup>15</sup> Uczestnicy Polskiego Forum Strategii Lizbońskiej zwrócili również uwagę na fakt, iż dla wzmocnienia rynku papierów wartościowych w Polsce konieczne jest wyjście naprzeciw potrzebom krajowego sektora przedsiębiorstw. Szerzej na ten temat patrz: [Polski rynek kapitałowy 2010, 2004].

Jak wspomniano, rynek papierów wartościowych uznaje się za płynny wtedy, gdy inwestorzy nie mają problemu ze zbyciem będących w ich posiadaniu akcji, jak również z zakupem wybranych akcji. Im więcej przeprowadza się transakcji kupna-sprzedaży walorów pod względem zarówno ilościowym, jak i wartościowym, tym rynek jest bardziej płynny.

Analizując wartość obrotów akcjami na giełdzie można zauważyć, iż w okresie od 1997 do 2003 roku wartość ta kształtowała się na poziomie od 50 do 80 mld złotych, podczas gdy istotnie pod tym względem wyróżnił się rok 2000. W roku 2000 wartość obrotów wyniosła prawie 170 mld zł, tj. niemalże dwa razy więcej niż w 1999 oraz 2001 roku. Wartość obrotów akcjami w 2000 roku należy jednak analizować z pewną ostrożnością, z tego względu, iż tak wysokie obroty zawdzięczano m.in. krótkotrwałemu (trwającemu kilka miesięcy), bardzo intensywnemu zainteresowaniu inwestorów spółkami z branży wysokich technologii – informatyki (Internetu).

Wartość obrotów w roku 1995 i 1996, w porównaniu z okresem 1997-2003, nie była tak znacząca. W roku 2004 wartość obrotów wyniosła niemalże 120 mld złotych, co oznacza, że w odniesieniu do roku 2003 wrosła o połowę. Tak znaczący wzrost wartości obrotów można przypisać wprowadzeniu do obrotu giełdowego akcji 36 nowych spółek (w tym przeprowadzeniu publicznej oferty Skarbu Państwa dla banku PKO BP) oraz istotnemu ożywieniu na rynku. W roku 2005 wartość obrotów była o przeszło 60 procent wyższa niż w roku 2004 i osiągnęła powyżej 190 mld złotych. Tak istotny skok w wartości obrotów w 2005 r. również zawdzięcza się przyjęciu na giełdę znaczącej liczby nowych spółek, jak też sprzyjającej koniunkturze giełdowej.

Kolejne przedstawione w omawianej tabeli wskaźniki, takie jak: średnia wartość obrotu na sesję, średnia liczba transakcji na sesję oraz średnia wartość transakcji mają istotną wartość statystyczną, niemniej jednak ich wielkość jest pochodną wartości obrotów. Interesujące jest natomiast to, iż począwszy od 2003 r. rosła zarówno średnia liczba transakcji na sesję, jak również średnia wartość transakcji, co wyraźnie wskazuje na poprawę koniunktury giełdowej. Również w tym przypadku odczuć można pozytywny efekt napływu na rynek nowych spółek.

O ile pocieszający jest fakt istotnego (w ostatnich latach) wzrostu wartości obrotów na giełdzie, o tyle fakt, że wartość obrotów zaledwie 5 spółek na 255 w 2005 r.<sup>16</sup>, 5 spółek na 230 spółek w 2004 r.<sup>17</sup> oraz 4 na 203 spółki w 2003 r.<sup>18</sup> odpowiada niemalże połowie wartości obrotów na rynku akcji, może być niepokojący. Oznacza to, iż pomimo rosnącej wartości obrotów, wartość obrotów akcjami pozostałych spółek jest stosunkowo niewielka. W 2005 r. wartość obrotów aż 95

<sup>16</sup> Spółki o największej wartości obrotów w 2005 r. to (w mld zł): PKN Orlen – 28, TP S.A. – 26, PKO BP – 16, KGHM – 14, PEKAO S.A. – 14. Źródło: Dane GPW.

<sup>17</sup> Spółki o największej wartości obrotów w 2004 r. to (w mld zł): TP S.A. – 15, PKN Orlen – 13, PEKAO S.A. – 11, KGHM – 10, PKO BP – 8. Źródło: Dane GPW.

<sup>18</sup> Spółki o największej wartości obrotów w 2003 r. to (w mld zł): TP S.A. – 13, PKN Orlen – 9, PEKAO S.A. – 9, KGHM – 5. Źródło: Dane GPW.

proc. wszystkich spółek giełdowych była (dla każdej z tych firm oddzielnie) niższa niż 1 proc. ogólnej wartości obrotów. Biorąc pod uwagę fakt tak dużej koncentracji obrotów na GPW można stwierdzić, że rynek akcji w Polsce charakteryzuje się stosunkowo słabą płynnością.

Ocena płynności giełdowego rynku akcji może być również przeprowadzona poprzez odniesienie wartości obrotów do kapitalizacji rynku. Wartość obrotów akcjami w stosunku do kapitalizacji rynku, jak również w stosunku do *free float* rynku zestawiona została w kolejnej tablicy.

Tablica 2

Wartość obrotów akcjami w stosunku do kapitalizacji giełdy oraz *free float* (1995-2005)

WSKAŹNIK	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wartość obrotów akcjami (mld zł)	13,7	29,9	52,3	62,3	89,0	169,1	80,4	63,7	79,8	118,5	191,1
Dynamika zmian	bd	+119%	+75%	+19%	+34%	+90%	-52%	-21%	+25%	+49%	+61%
Kapitalizacja giełdy (mld zł)	11,3	24,0	43,8	72,4	123,4	130,1	103,4	110,6	167,7	291,7	424,9
Dynamika zmian	+51%	+110%	82%	66%	70%	+6%	-21%	+7%	+52%	+73%	+46%
<i>Free float</i> rynku akcji*	3,4	7,2	13,1	21,7	37,0	39,0	31,0	33,2	50,3	87,5	127,5
Obroty w stosunku do kapitalizacji rotacja (w dniach)	1,2 304	1,2 304	1,2 304	0,9 406	0,7 521	1,3 281	0,8 456	0,6 608	0,5 730	0,4 913	0,4 913
Obroty w stosunku do <i>free float</i> * rotacja (w dniach)	4,0 91	4,2 87	4,0 91	2,9 126	2,4 152	4,3 85	2,6 140	1,9 192	1,6 228	1,4 261	1,5 243

\* szac. jako 30 proc. kapitalizacji rynku

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych GPW

Odniesienie wartości obrotów akcji do kapitalizacji, a następnie do *free float* rynku pozwala ocenić częstotliwość, z jaką akcje zmieniają właściciela. Im częściej akcje uczestniczą w obrocie, tym lepszą płynnością charakteryzują się te walory. Rozpoczynając analizę od wartości obrotów w stosunku do kapitalizacji rynku akcji można zauważyć, iż w kolejnych latach okresu 1995 do 2005 (za wyjątkiem roku 2000) omawiany stosunek wykazywał wartość malejącą. Wskazuje to na fakt, iż giełdowy rynek akcji z roku na rok staje się coraz mniej płynny. Obliczony wskaźnik w analizowanym okresie spadł trzykrotnie, z 1,2 do 0,4. Te same wielkości przeliczone na wskaźnik rotacji (obrotowości) akcji w dniach pokazują, iż cykl obrotowości wydłużył się w badanym okresie z 304 dni do 913 dni. Oznacza to, iż w 1995 r. (średnio) akcje zmieniały właściciela w przybliżeniu raz w roku, podczas gdy w roku 2005 – raz na trzy lata. Oczywiście, jak zwrócono uwagę, kapitalizacja rynku obejmuje wszystkie akcje utrzymywane bądź to w małych pakietach przeważnie przez inwestorów finansowych, bądź w dużych pakietach w większości przez inwestorów strategicznych. Z tego względu istotne wydaje się poddanie analizie wartości obrotów w stosunku do wartości *free float* rynku akcji, obejmującego te papiery wartościowe, które z założenia powinny być przedmiotem

„czynnego” obrotu giełdowego. Dla potrzeb tego badania przyjęto, iż *free float* giełdy w badanym okresie odpowiadała średnio 30 procentom kapitalizacji<sup>19</sup>. Tak też na podstawie wskaźnika rotacji (obrotowości) dla tej grupy walorów można zauważyć, iż w 1995 r. akcje zmieniały właściciela średnio cztery razy w roku (co 91 dni), w roku 1999 – w przybliżeniu dwa razy (co 152 dni), podczas gdy w 2005 roku – półtora raza (co 243 dni). Z powyższego można zatem wyciągnąć wniosek, iż część akcji tworzących pulę *free float* znajdowała się w badanym okresie poza obrotem giełdowym, podczas gdy transakcje giełdowe dotyczyły niewielkiej grupy akcji. Wcześniej zwrócono uwagę na fakt dużej koncentracji obrotów na GPW wskazując, iż ok. połowa wartości obrotów jest generowana jedynie poprzez akcje kilku spółek. Biorąc to pod uwagę oraz spadającą wartość obrotów w stosunku do kapitalizacji giełdy oraz *free float* można stwierdzić, że rynek akcji w Polsce charakteryzuje się słabą płynnością.

Przyczyny takiego stanu rzeczy mogą być różne. Rozpoczynając od strony podażowej rynku – po pierwsze, do końca 2005 r. z GPW wycofanych zostało, z różnych przyczyn, w sumie 79 spółek. Najwięcej z nich wycofano na wniosek emitenta (28), 26 spółek przejętych zostało przez inny podmiot, w stosunku do 20 emitentów ogłoszono upadłość, natomiast akcje 5 spółek wycofano z obrotu giełdowego na wniosek organów nadzorujących rynek papierów wartościowych w Polsce. Najbardziej szkodliwe z punktu widzenia płynności rynku jest wycofywanie spółek z inicjatywy samego emitenta oraz w wyniku przejęcia spółek przez podmioty nie związane z giełdą. W przypadku rynku polskiego, na wniosek emitenta wycofano aż 35 proc. wszystkich spółek, które opuściły giełdę.

Po drugie, wśród spółek notowanych na GPW kilkanaście z nich zdecydowało się na emisję walorów oraz ich wprowadzenie na zagraniczne rynki papierów wartościowych, co również spowodowało zmniejszenie liczby akcji tych spółek w obrocie na rynku polskim na rzecz rynku zagranicznego. Omówione przesunięcie walorów na rynek zagraniczny również mogło wpłynąć niekorzystnie na płynność rynku krajowego<sup>20</sup>. Wspomniane firmy podjęły za granicą programy kwitów depozytowych, które wprowadzono do obrotu w Wielkiej Brytanii, Luksemburgu oraz USA. Początki emisji kwitów depozytowych polskich spółek sięgają roku 1995. W tym czasie na rynkach zagranicznych znalazły się walory prywatyzowanej spółki Bank Gdański, rok później na emisję kwitów depozytowych za granicą zdecydowała się kolejna spółka – Mostostal Export. Programy kwitów depozytowych zyskały większą popularność wśród polskich spółek giełdowych w następnych

<sup>19</sup> Szacunek własny na podstawie danych spółki Notoria. Badanie koncentracji własnościowej pakietów akcji spółek notowanych na polskim rynku w maju 1999 r., w październiku 2000 r., w październiku 2002 r. i w sierpniu 2003 r. wykazało, iż *free float* rynku wyniósł odpowiednio: 30 proc., 31 proc., 28 proc. oraz 32 proc. Do analizy przyjęto średnią tych wielkości – 30 proc.

<sup>20</sup> Należy jednak zauważyć, iż większość z tych programów prowadziła do podwyższenia kapitału zakładowego spółki, wobec czego w większości, z Giełdy Papierów Wartościowych nie wycofano uplasowanych tam akcji. W tym celu przeprowadzono emisję nowych akcji, które nie trafiły na giełdę warszawską, natomiast zamienione zostały na kwity depozytowe i następnie wprowadzone do obrotu za granicą.

latach. W 1997 r. przeprowadzono 4 nowe emisje tych walorów (spółki: Bank Handlowy, KGHM Polska Miedź, Kredyt Bank i Prokom Software), w 1998 r. – 5 kolejnych firm zdecydowało się na emisję kwitów depozytowych (Exbud, Mostostal Warszawa, Softbank, Stalexport i TP S.A.), w 1999 r. ich liczba wzrosła do 13, zaś w 2000 r. – do 17. Na początku XXI w. programy kwitów depozytowych kilku z tych firm zostały zamknięte. Spółki, których istotna część kapitału akcyjnego pozyskana została w drodze emisji kwitów depozytowych to m.in. BIG Bank Gdański (obecnie Bank Millennium), którego kwity depozytowe (w czasie emisji) stanowiły 33% akcji spółki, EFL – odpowiednio 27%, Exbud – 32%, KGHM Polska Miedź – 26%, Kredyt Bank – 30%, Mostostal Warszawa – 25%, Netia – 21%, PKN Orlen – 27%, Prokom Software – 25% oraz Softbank – 20%<sup>21</sup>.

Poza tym, polski rynek akcji nie jest zrównoważony – w ostatnich latach istotnie przeważa strona popytowa nad podażową<sup>22</sup>. Wynika to w dużej mierze z faktu, iż w Polsce dynamicznie rozwija się segment funduszy emerytalnych, dysponujących rosnącymi z roku na rok aktywami. Jak wskazano, mając ograniczone prawnie możliwości inwestowania na rynkach zagranicznych, zgłaszają one istotny, długoterminowy popyt na walory na polskim rynku, często „zamrażając” je w długim okresie czasu. W rezultacie może to osłabić płynność rynku i spowodować wszelkie negatywne konsekwencje z tym związane. Kolejną przyczyną niskiej płynności polskiego rynku akcji może być stosunkowo niski udział inwestorów indywidualnych w obrotach walorami.

### Udział inwestorów w obrotach akcjami na GPW

Udział inwestorów w obrotach akcjami na giełdzie można poddać analizie, m.in. biorąc pod uwagę liczbę rachunków inwestycyjnych, prowadzonych przez biura maklerskie oraz strukturę udziału różnych grup inwestorów w obrotach akcjami na giełdzie. Liczba rachunków inwestycyjnych założonych przez biura maklerskie przedstawiona została w tabelicy 3.

Tablica 3

Liczba rachunków inwestycyjnych na GPW w latach 1991-2005 (w tys.) oraz dynamika ich przyrostu

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
54	162	281	831	808	894	1.181	1.262	1.158	1.236	1.085	1.016	947	850	853
–	+200%	+73%	+196%	-3%	+11%	+32%	+7%	-8%	+7%	-12%	-6%	-7%	-10%	0%

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych GPW

Z przytoczonych danych wynika, iż do roku 1998 (z wyjątkiem 1995 r.) następował ciągły wzrost liczby rachunków inwestycyjnych w biurach maklerskich. Do

<sup>21</sup> Więcej na ten temat patrz: [Nawrot, 2005].

<sup>22</sup> Potencjał strony popytowej i podażowej rynku zestawiony został w dalszej części tego artykułu.



roku 1994 przyrost rachunków był bardzo istotny. Największy wzrost ich liczby odnotowany został w 1992 i 1994 r., oraz w 1997 r. W 1999 r. nastąpił 8 procentowy spadek liczby inwestorów na GPW w porównaniu z rokiem poprzednim. W 2000 r. liczba inwestorów giełdowych zwiększyła się o 7% w stosunku do roku 1999 i na koniec roku wyniosła 1,2 mln. W 2001 r. odnotowano spadek liczby rachunków inwestycyjnych do poziomu ok. 1,1 mln, również w 2002, 2003 r. oraz 2004 r. rachunków inwestycyjnych było mniej niż w poprzednich latach.

Do tej pory zwrócono uwagę na fakt, iż aktywność inwestorów na giełdowym rynku akcji ma istotne znaczenie z punktu widzenia podtrzymywania jego płynności, choć najbardziej pożądaną w tym zakresie jest udział w operacjach rynku inwestorów indywidualnych.

W tabelicy 4 przedstawiona została struktura udziału różnych grup inwestorów w obrotach akcjami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w okresie od 1997 do 2005 roku<sup>23</sup>.

**Tablica 4**

**Udział inwestorów w obrotach akcjami na GPW w latach 1997-2005**

Udział w obrotach	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Inwestorzy krajowi indywidualni	bd	38%	39%	44%	50%	37%	27%	29%	35%	26%
Inwestorzy krajowi instytucjonalni	bd	24%	22%	22%	22%	29%	39%	40%	32%	33%
Inwestorzy zagraniczni	32%	38%	39%	34%	28%	34%	34%	31%	33%	41%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych liczbowych GPW

Na polskim giełdowym rynku akcji działają inwestorzy krajowi i zagraniczni, zarówno indywidualni, jak też instytucjonalni.

Krajowi inwestorzy indywidualni do końca lat 90. XX w. tworzyli stosunkowo aktywną grupę. Ich udział w transakcjach giełdowych w segmencie akcji, w kolejnych (do 2000 r.) latach, systematycznie się zwiększał. W 2000 r. inwestorzy indywidualni przeprowadzili połowę wszystkich transakcji na rynku akcji, w roku 2001 odnotowany został spadek udziału tej grupy inwestorów do poziomu 37 proc. Jeszcze niższy udział tej grupy inwestorów odnotowano w kolejnych latach – w 2002 oraz w 2003 r. W roku 2004 r. aktywność inwestorów indywidualnych była nieco wyższa niż w latach wcześniejszych, natomiast w 2005 r. udział inwestorów indywidualnych spadł do 26 procent.

Ze względu na środki, jakimi z reguły dysponują inwestorzy indywidualni, transakcje przez nich zawierane nie należą do dużych. Zdecydowanie wyższym kapitałem dysponują inwestorzy instytucjonalni. Do najważniejszych inwestorów instytucjonalnych należą fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne, mniejsze znaczenie mają np. towarzystwa ubezpieczeniowe.

<sup>23</sup> Od 1996 r. GPW prowadzi coroczne badania dotyczące udziału różnych grup inwestorów w obrotach giełdowych. Pierwotnie badania obejmowały jedynie inwestorów zagranicznych, od 1997 r. ankieta giełdowa zawiera również pytania nt. inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych oraz ich udziału w obrotach akcjami, obligacjami oraz kontraktami terminowymi.

Na podstawie danych zawartych w omawianej tabeli można zauważyć, iż do końca 2001 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach na GPW był niższy niż udział inwestorów indywidualnych i zagranicznych. Obserwując transakcje zawiązywane na rynku akcji, w latach 1997-2000 praktycznie nie nastąpiły żadne zmiany w aktywności inwestorów instytucjonalnych na GPW, a nawet w 1998 r. nastąpił spadek ich udziału w strukturze obrotów o 2 pkt. proc. w stosunku do 1997 r. W roku 2001 zauważyć można niewielki wzrost udziału tej grupy inwestorów w obrotach akcjami do poziomu 29%. W kolejnych latach sytuacja uległa zmianie. W tym czasie udział inwestorów instytucjonalnych w obrotach na giełdowym rynku akcji istotnie się zwiększył, osiągając w 2002 r. 39%, w roku 2003 – 1 pkt proc. więcej. Na koniec 2003 r. krajowi inwestorzy instytucjonalni osiągnęli najwyższy wśród wszystkich grup inwestorów udział w transakcjach akcjami – 40%. W 2004 i 2005 roku udział krajowych inwestorów instytucjonalnych osiągnął niewiele ponad 30 procent.

Trzecią grupę uczestniczącą w obrotach akcjami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, obok krajowych inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, tworzą inwestorzy zagraniczni. W 2000 r. udział inwestorów zagranicznych w obrotach na rynku akcji warszawskiej giełdy wyniósł 28%, najmniej z całego analizowanego okresu 1996-2005. W roku 2001 udział tej grupy inwestorów w obrotach akcjami na GPW osiągnął poziom z 1999 r. i praktycznie w podobnej wielkości utrzymał się aż do 2003 r. Nieco wyższy udział tej grupy inwestorów w obrotach na rynku akcji odnotowany został w roku 1997 i 1998. Tendencję spadkową udziału kapitału zagranicznego w transakcjach na GPW pod koniec lat 90. XX w. oraz na początku XXI w. można tłumaczyć m.in. rozwojem krajowej bazy inwestorów, przede wszystkim instytucjonalnych. W 2004 r. udział inwestorów zagranicznych wyniósł 33 proc., w 2005 r. – 41 procent. Wzrost udziału inwestorów zagranicznych w obrotach giełdowych w roku 2004 i 2005 r. może być związany z faktem wstąpienia Polski do UE.

Podsumowując, analiza struktury obrotów akcjami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wskazuje na fakt kurczenia się udziału krajowych inwestorów indywidualnych, na rzecz krajowych inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów zagranicznych (w tym indywidualnych, jak również instytucjonalnych). Jak wcześniej wyjaśniono, z punktu widzenia płynności rynku, niezwykle istotna jest aktywność drobnych inwestorów na giełdzie. Spadek udziału tej grupy inwestorów w obrotach akcjami, w warunkach, jak pokazano – zmniejszającej się płynności rynku polskiego oraz dużej koncentracji obrotów, może być szkodliwy.

### **Dynamiczny rozwój segmentu inwestorów instytucjonalnych przy niedostatecznej podaży walorów jako zagrożenie dla płynności rynku**

Do najważniejszych inwestorów instytucjonalnych w Polsce należą fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne.

Według stanu na dzień 9 lutego 2006 r. w Polsce zarejestrowane były 23 towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które zarządzały łącznie 194 funduszami inwestycyjnymi. Największą część tych funduszy stanowiły fundusze typu otwartego (155), pozostała część to zamknięte fundusze inwestycyjne (39). Tablica 5 zawiera podstawowe informacje na temat segmentu funduszy inwestycyjnych w okresie od 2000 do 2005 roku.

Tablica 5

**Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych oraz ich aktywa, z wyszczególnieniem funduszy akcyjnych, w okresie 2000-2005**

Stan na koniec roku	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Liczba TFI	16	19	16	17	19	23
Liczba funduszy inwestycyjnych	81	94	114	128	150	192
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	-	+16%	+21%	+12%	+17%	+28%
Aktywa funduszy (mld zł)	7,1	12,1	22,8	33,2	37,7	61,3
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	-	+70%	+88%	+46%	+14%	+63%
Liczba funduszy akcyjnych	25	26	30	28	28	31
Aktywa funduszy akcji polskich (mld zł)	1,1	1,1	1,1	2,3	4,8	6,6
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	-	-	-	+109%	+109%	+38%

Źródła: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFA)

Analizując dane zawarte w tablicy 5 można zauważyć, iż od 2000 do 2005 roku liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych zwiększyła się o 7. Na koniec 2000 roku 16 towarzystw funduszy inwestycyjnych zarządzało łącznie 81 funduszami, których aktywa wyniosły ok. 7 mld złotych. Do końca 2005 roku liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych wzrosła do 23, a liczba zarządzanych przez nie funduszy inwestycyjnych – do 192. Oznacza to, iż liczba funduszy inwestycyjnych na koniec 2005 r. była przeszło dwukrotnie wyższa niż na koniec 2000 roku. Aktywa, jakimi dysponowały te fundusze na koniec 2005 r. to powyżej 60 mld złotych, czyli niemalże dziesięciokrotność aktywów będących w dyspozycji funduszy na koniec 2000 roku<sup>24</sup>.

Na 81 działających w 2000 roku funduszy inwestycyjnych, 25 z nich stanowiły fundusze akcji polskich, których aktywa wycenione zostały na ok. miliard złotych. Do końca 2005 r. przybyło 6 nowych funduszy, inwestujących środki wyłącznie w akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wszystkie fundusze akcji polskich na koniec 2005 roku dysponowały aktywami sześciokrotnie wyższymi niż w 2000 roku. Oznacza to, iż na koniec 2005 r. tylko

<sup>24</sup> Na temat polityki inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych patrz np. [Bojańczyk, 2005, rozdział 4].

10 procent aktywów wszystkich funduszy inwestycyjnych zaangażowanych było w akcje notowane na giełdzie. Warto jednak zwrócić uwagę na bardzo dynamiczny w ostatnich latach przyrost aktywów zaangażowanych w akcje, w roku 2003 oraz 2004 przekraczający 100 proc. w stosunku do roku poprzedniego. Lata te charakteryzowała dobra koniunktura giełdowa, w tym okresie miały też miejsce liczne debiuty giełdowe nowych spółek. Na koniec 2005 roku aktywa funduszy akcji polskich wycenione zostały na 6,6 mld złotych, tj. niemalże 40% wyżej niż rok wcześniej oraz w przybliżeniu dwukrotnie wyżej, niż w roku 2003.

Bardziej prężną grupę inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w inwestycje w akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, stanowią fundusze emerytalne. W tabelicy 6 przedstawiono podstawowe dane, charakteryzujące segment Otwartych Funduszy Emerytalnych oraz dynamikę rozwoju tego segmentu.

Tabela 6

## Otwarte Fundusze Emerytalne oraz ich zaangażowanie w akcje

OFE	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Liczba OFE	21	17	17	16	15	15
Liczba członków OFE (mln)	10,4	10,6	11,0	11,5	12,0	11,7
Aktywa netto (mld zł)	9,6	19,4	31,6	44,8	62,6	86,1
Portfel inwestycyjny (mld zł)	9,3	18,8	30,5	44,2	61,6	85,9
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	–	+102%	+62%	+45%	+39%	+39%
Aktywa zaangażowane w akcje (mld zł)	3,1	5,3	8,5	14,3	20,7	27,2
	–	+71%	+60%	+68%	+45%	+31%
% portfela zaangażowanego w akcje	33%	28%	28%	32%	34%	32%

Źródła: opracowanie własne na podstawie danych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUFE)

W 2000 roku liczba Otwartych Funduszy Emerytalnych wyniosła 21, podczas gdy według stanu na koniec 2005 roku, było ich o sześć mniej. Główną przyczyną zmniejszenia liczby OFE na rynku jest tendencja łączenia się funduszy, mająca na celu operowanie aktywami o większej wartości.

Na koniec 2000 roku fundusze emerytalne miały do dyspozycji prawie 10 mld złotych aktywów. W kolejnych latach wartość aktywów przyrastała w tempie ok. 10 mld złotych rocznie, a począwszy od 2003 roku – ok. 20 mld złotych rocznie. W 2005 roku Otwarte Fundusze Emerytalne operowały aktywami o wartości odpowiadającej niemalże 90 mld złotych, czyli prawie dziesięciokrotnie wyższymi niż w 2000 roku.

Portfel funduszy emerytalnych składa się z różnych grup papierów wartościowych. W okresie od 2000 do 2005 roku fundusze emerytalne inwestowały średnio 30 procent aktywów w akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Na koniec 2005r. zaangażowanie OFE w akcje osiągnęło wartość

27 mld złotych, co oznacza, że przeszło czterokrotnie więcej niż zaangażowanie funduszy inwestycyjnych lokujących środki w akcjach.

Dla zestawienia aktywów funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych ulokowanych w akcjach notowanych na giełdzie warszawskiej sporządzono tablicę 7.

Tablica 7

**Wartość akcji w portfelach funduszy inwestycyjnych oraz OFE w latach 2000-2005  
(stan na koniec roku)**

Fundusze inwestycyjne i OFE razem	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktywa funduszy akcji polskich (mld zł)	1,1	1,1	1,1	2,3	4,8	6,6
	-	-	-	+109%	+109%	+38%
Aktywa OFE zaangażowane w akcje (mld zł)	3,1	5,3	8,5	14,3	20,7	27,2
Dynamika w stos. do roku poprzedniego	-	+71%	+60%	+68%	+45%	+31%
<b>Wartość akcji w portfelach FI i OFE (mld zł)</b>	<b>4,2</b>	<b>6,4</b>	<b>9,6</b>	<b>16,6</b>	<b>25,5</b>	<b>33,8</b>
<b>Dynamika w stos. do roku poprzedniego</b>	<b>-</b>	<b>+52%</b>	<b>+50%</b>	<b>+73%</b>	<b>+54%</b>	<b>+33%</b>
Kapitalizacja giełdowego rynku akcji (mld zł)	130,1	103,4	110,6	167,7	291,7	424,9
Dynamika w stos. do roku poprzedniego	+6%	-21%	+7%	+52%	+73%	+46%
Aktywa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych zaangażowane w akcje, w stosunku do kapitalizacji giełdy	3%	6%	9%	10%	9%	8%
<i>Free float</i> giełdowego rynku akcji (mld zł)	39,0	31,0	33,2	50,3	87,5	127,5
Aktywa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych zaangażowane w akcje, w stosunku do <i>free float</i> rynku akcji	11%	21%	29%	33%	29%	27%

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych KNUFE, IZFA, GPW

Jak zaznaczono, grupa inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w operacjach na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie obejmuje w dużej mierze fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne. Pozostali inwestorzy instytucjonalni odgrywają drugorzędną rolę, ze względu na stosunkowo niewielkie aktywa, jakie inwestują w akcje. Należą do nich towarzystwa ubezpieczeniowe oraz inne instytucje finansowe. W niniejszej analizie ta grupa inwestorów została pominięta.

Według stanu na koniec 2005 r., zaangażowanie funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych w akcje spółek wyniosło ok. 34 mld złotych, w porównaniu z 4 mld zł. ulokowanymi w akcjach w 2000 roku. Imponująca jest dynamika przyrostu aktywów uplasowanych w akcjach notowanych na giełdzie, wynosząca średnio 50% rocznie, w stosunku do roku poprzedniego.

Zestawiając wartość aktywów zaangażowanych w akcje spółek z kapitalizacją rynku akcji, można stwierdzić, że w portfelach inwestorów instytucjonalnych znajdowały się akcje o wartości stanowiącej 3% kapitalizacji giełdy w 2000 r. oraz 8% kapitalizacji w 2005 r. W okresie od 2002 do 2004 roku, inwestorzy instytucjonalni byli w posiadaniu akcji o wartości odpowiadającej 9-10% kapitalizacji rynku.

Warto jest odnieść wartość portfela akcyjnego inwestorów instytucjonalnych również do *free float* rynku akcji w Polsce w okresie 2000-2005. Na początku tego okresu OFE oraz fundusze inwestycyjne posiadały akcje, których wartość stanowiła niewiele ponad 10% *free float* rynku, podczas gdy pod koniec tego okresu, wartość ta wzrosła do niemalże 30%. Warto przypomnieć, iż analiza płynności polskiego rynku akcji wykazała pewne słabości rynku, wobec czego zestawienie wcześniejszych analiz z faktem, iż w rękach inwestorów instytucjonalnych zgromadzono akcje o wartości odpowiadającej prawie jednej trzeciej *free float* rynku, może pogłębić obawy o perspektywy rozwoju polskiego rynku akcji. Obawy w tym zakresie rodzą się po uwzględnieniu polityki inwestycyjnej, nastawionej często na inwestycje długoterminowe.

Do tej pory zwrócono uwagę na udział portfela akcyjnego inwestorów instytucjonalnych w kapitalizacji i *free float* rynku, natomiast dane zawarte w tablicy 8 pozwolą na analizę udziału tej grupy inwestorów w wartości obrotów akcjami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tablica 8

## Udział instytucjonalnych inwestorów krajowych w obrotach akcjami na GPW w latach 2000-2005

Fundusze inwestycyjne i OFE	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wartość obrotów akcjami na GPW (mld zł)	169,1	80,4	63,7	79,8	118,5	191,1
Dynamika w stos. do roku poprzedniego	+90%	-52%	-21%	+25%	+49%	+61%
Wartość obrotów akcjami na GPW z zaangażowaniem instytucjonalnych inwestorów krajowych (mld zł)*	37,2	23,3	24,8	31,9	37,9	63,1
Dynamika w stos. do roku poprzedniego	-	-37%	+6%	+29%	+19%	+66%
Udział inwestorów krajowych instytucjonalnych w obrotach akcjami ogółem*	22%	29%	39%	40%	32%	33%

\* szacunek na podstawie wyników ankiety prowadzonej corocznie przez GPW wśród biur maklerskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

Na podstawie danych GPW na temat udziału krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach akcjami można obliczyć wartość obrotów akcjami z zaangażowaniem tej grupy inwestorów. W 2000 r. krajowi inwestorzy instytucjonalni przeprowadzili na rynku akcji transakcje o wartości ok. 37 mld złotych, w roku

2005 obroty wygenerowane przez omawiany segment inwestorów wyniosły 63 mld złotych.

Analizując dynamikę zmian w wartości obrotów realizowanych przez fundusze inwestycyjne oraz emerytalne na giełdzie warszawskiej można zauważyć, iż charakteryzuje się ona dość dużą zmiennością, poczynając od 2001 roku, w którym obroty akcjami spadły o ok. 40 proc. w porównaniu z rokiem 2000, a skończywszy na roku 2005 ze wzrostem obrotów o niemalże 70 proc. w stosunku do roku poprzedniego.

Z punktu widzenia płynności rynku ważne jest, żeby akcje nie były utrzymywane przez długi okres czasu w portfelach inwestycyjnych, natomiast „czynnie” uczestniczyły w obrocie giełdowym. Podczas gdy wzrost wartościowego zaangażowania w obroty na giełdowym rynku akcji przez inwestorów instytucjonalnych nie musi być niepokojący, tak niepokój budzi duża różnica pomiędzy dynamiką wzrostu wartości akcji w portfelach funduszy emerytalnych i inwestycyjnych a dynamiką wzrostu wartości obrotów z zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych. Jak wskazano, wartość akcji w portfelach omawianej grupy inwestorów wzrastała średnio o 50 proc. w kolejnych latach, podczas gdy tempo wzrostu wartości obrotów w analogicznych okresach było przynajmniej o połowę niższe. Na podstawie dotychczasowych analiz można postawić tezę, iż dynamiczny wzrost aktywów funduszy emerytalnych i inwestycyjnych sprawił, iż instytucje te istotnie zwiększyły stan posiadania akcji, wycofując je częściowo z „czynnego” obrotu.

W tabelicy 9 przedstawiono wartość akcji „zamrożonych” w okresie kolejnych 4 lat w portfelach Otwartych Funduszy Emerytalnych, tj. inwestorów tworzących największy segment krajowych inwestorów instytucjonalnych.

**Tablica 9**

**Akcje „zamrożone” w portfelach OFE w okresie kolejnych 4 lat**

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2004 vs 2001
Aktywa OFE zaangażowane w akcje (mld zł)	5,3 +71%	8,5 +60%	14,3 +68%	20,7 +45%	+290%
Akcje „zamrożone” w okresie 4 kolejnych lat (mld zł)	2,2 –	4,3 +99%	7,0 +61%	8,8 +26%	+300%
Akcje „zamrożone” w ciągu 4 lat w stosunku do aktywów OFE zaangażowanych w akcje	41%	51%	49%	42%	

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych KNUFE, IZFA, GPW

W celu oszacowania wartości akcji utrzymywanych niezmiennie przez OFE przez okres kilku lat, analizie poddano portfele akcyjne funduszy emerytalnych w okresie od 2001 do 2004 roku. Porównanie składu tych portfeli w kolejnych latach wykazało, iż znacząca część portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych nie uległa zmianie. Jak przedstawiono to w tabelicy 9, na koniec roku 2001 w portfelu OFE znajdowały się akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, których wartość wyniosła niewiele ponad 5 mld złotych. W tej grupie

aktywów, wartość 2 mld złotych (41%) dotyczyła tej puli akcji, które w kolejnych 4 latach utrzymane zostały w portfelu OFE<sup>25</sup>. W 2002 r. wartość akcji tych samych spółek stanowiła 51% portfela funduszy inwestycyjnych, w roku 2003 – 49%, natomiast w roku 2004 – 42%<sup>26</sup>. Utrzymanie blisko połowy aktywów portfela akcyjnego funduszy emerytalnych w stanie „biernym” mogło mieć niekorzystny wpływ na płynność rynku akcji. Wobec takiej tezy, interesujące wyniki może przynieść analiza obrotów akcjami z zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych w stosunku do wartości ich portfela akcyjnego, na tle analogicznego stosunku dla całego rynku akcji.

W tabelicy 10 zestawiono wartość obrotów akcjami generowaną przez krajowych inwestorów instytucjonalnych w kolejnych latach od 2000 do 2005 roku, wartość akcji będących w posiadaniu tej grupy inwestorów na koniec kolejnych lat analizowanego okresu oraz obliczono stosunek tej pierwszej wielkości do drugiej.

**Tablica 10**

**Roczna wartość obrotów akcjami z zaangażowaniem instytucjonalnych inwestorów krajowych w stosunku do wartości akcji w ich portfelu na koniec roku, na tle rocznej wartości obrotów na rynku akcji w stosunku do kapitalizacji rynku (*free float*), w latach 2000-2005**

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wartość obrotów akcjami na GPW z zaangażowaniem instytucjonalnych inwestorów krajowych (mld zł)	37,2	23,3	24,8	31,9	37,9	63,1
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	–	-37%	+6%	+29%	+19%	+66%
Aktywa zaangażowane w akcje razem (mld zł)	4,2	6,4	9,6	16,6	25,5	33,8
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	–	+52%	+50%	+73%	+54%	+33%
Wartość obrotów akcjami w stosunku do wartości akcji w portfelu krajowych inwestorów instytucjon.	8,9	3,6	2,6	1,9	1,5	1,9
Rotacja (obrotowość) w dniach	41	101	140	192	243	192
Wartość obrotów ogółem dla całego rynku akcji w stosunku do kapitalizacji rynku	1,3	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4
Rotacja (obrotowość) w dniach	281	456	608	730	913	913
Wartość obrotów ogółem dla całego rynku akcji w stosunku do <i>free float</i> giełdy	4,3	2,6	1,9	1,6	1,4	1,5
Rotacja (obrotowość) w dniach	85	140	192	228	261	243

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych KNUFE, IZFA, GPW

<sup>25</sup> W omawianym badaniu wszystkie fundusze emerytalne traktowane są jako jeden organizm i inwestycje wszystkich OFE badane są w formie skonsolidowanej. Nie jest natomiast wykluczone, że OFE handlowały akcjami między sobą.

<sup>26</sup> Od 2001 do 2004 roku wartość aktywów zaangażowanych w akcje notowane na giełdzie wzrosła czterokrotnie, również wartość akcji tych samych spółek utrzymywanych w portfelu przez kolejne 4 lata wzrosła w ciągu tego okresu czterokrotnie. Przyrost aktywów OFE ulokowanych w akcjach to wynik zarówno zasilenia funduszy emerytalnych w nowe składki emerytalne uczestników OFE, jak też wzrostu kursów akcji spółek będących w portfelu funduszy.



Analizując dane zawarte w tabelicy 10 można stwierdzić, iż w 2000 roku wartość obrotów akcjami na GPW z udziałem krajowych inwestorów instytucjonalnych stanowiła dziewięciokrotność wartości aktywów ulokowanych w akcjach. Oznacza to, iż w 2000 roku inwestorzy instytucjonalni „obrócili” swoimi akcjami średnio 9 razy. W przeliczeniu na rotację w dniach można stwierdzić, iż w omawianym okresie akcje uczestniczyły w „czynnym” obrocie średnio co 40 dni. W kolejnych latach obrót akcjami w stosunku do wartości portfela akcyjnego inwestorów instytucjonalnych był coraz mniejszy, i tak w 2001 roku stanowił czterokrotność wartości portfela, w 2003 i 2005 roku – dwukrotność, a w 2004 roku był tylko półtora raza wyższy niż wartość portfela akcji. W przeliczeniu na rotację w dniach można stwierdzić, iż akcje będące w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych uczestniczyły w obrocie średnio co 100 dni w 2001 roku, co 140 dni w 2002 roku, co 190 dni w roku 2003 i 2005 oraz co 240 dni w 2004 roku. Dane te wskazują na fakt, iż w analizowanym okresie obrotowość aktywów będących w posiadaniu krajowych inwestorów instytucjonalnych systematycznie się zmniejszała, co mogło mieć niekorzystne przełożenie na płynność giełdowego rynku akcji.

Istotne wydaje się uwzględnienie w prowadzonej analizie obrotowości całego rynku akcji. W tym celu skorzystano z obliczeń zawartych w tabelicy 2, które zestawiono z danymi omawianej tabeli. Tak też, porównując aktywność krajowych inwestorów instytucjonalnych z aktywnością wszystkich uczestników rynku można dojść do ciekawych spostrzeżeń. Rozpoczynając od wartości obrotów dla całego rynku akcji w stosunku do kapitalizacji giełdy, inaczej mówiąc – średniej obrotowości rynku, należy stwierdzić, iż wartość obrotów z udziałem inwestorów instytucjonalnych w stosunku do wartości ich portfela inwestycyjnego okazała się kilkakrotnie wyższa niż średnia dla całego rynku. Inaczej mówiąc, aktywność inwestorów instytucjonalnych, pomimo iż w kolejnych od 2000 r. latach wykazywała tendencję spadkową, była kilkakrotnie wyższa od średniej aktywności wszystkich inwestorów działających na rynku akcji, choć różnica ta w kolejnych latach była coraz niższa<sup>27</sup>.

Tym razem, analizując obrotowość akcji będących w portfelach krajowych inwestorów instytucjonalnych w porównaniu z obrotowością akcji stanowiących *free float* giełdy, można również zauważyć, iż aktywność inwestorów instytucjonalnych była wyższa niż średnia rynku, choć różnica ta zacierała się pod koniec analizowanego okresu<sup>28</sup>.

Można z tego wyciągnąć wniosek, że pomimo zauważonych podczas przeprowadzonej analizy negatywnych aspektów związanych z polityką inwestycyjną inwestorów instytucjonalnych, a w szczególności funduszy emerytalnych, na początku

<sup>27</sup> Wartość obrotów z udziałem inwestorów instytucjonalnych była wyższa niż wartość obrotów całego rynku akcji w stosunku do kapitalizacji rynku: 6,8 razy w 2000 r., 4,5 raza w 2001 r., 4,3 raza w 2002 r., 3,8 raza w 2003 r., 3,7 raza w 2004 r., 4,8 raza w 2005 r.

<sup>28</sup> Wartość obrotów z udziałem inwestorów instytucjonalnych była wyższa niż wartość obrotów całego rynku akcji w stosunku do *free float* rynku: 2,1 raza w 2000 r., 1,4 raza w 2001 r., 1,4 raza w 2002 r., 1,2 raza w 2003 r., 1,1 raza w 2004 r., 1,3 raza w 2005 r.

XXI w., to właśnie inwestorzy instytucjonalni podtrzymywali płynność na rynku akcji, natomiast za słabą płynność rynku odpowiedzialne były w dużej mierze inne czynniki. Niestety, pozytywny efekt oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na płynność rynku akcji był słabszy w latach 2003-2005. W tym okresie obrotowość akcji będących w rękach omawianej grupy inwestorów była już tylko nieznacznie wyższa niż średnia obrotowość akcji z puli odpowiadającej *free float* giełdy. Powodem takiego stanu rzeczy może być znaczący przyrost w tym okresie aktywów inwestorów instytucjonalnych w zestawieniu z rosnącymi w mniejszym tempie nowymi możliwościami inwestycyjnymi na rynku akcji.

Podsumowując dotychczasowe rozważania warto zestawić dwie strony giełdowego rynku akcji. Z jednej strony rozwija się strona podażowa, poprzez napływ nowych akcji na rynek oraz wzrost kapitalizacji, z drugiej zaś zwiększają się aktywa krajowych inwestorów instytucjonalnych, które szukają „pokrycia” na rynku akcji. Warto zwrócić uwagę na dynamikę rozwoju obydwu stron rynku. Dane pozwalające na takie porównanie zawarte są w tablicy 11.

Tablica 11

**Pokrycie przyrostu aktywów funduszy inwestycyjnych i emerytalnych zaangażowanych w akcje nowymi emisjami akcji w latach 2000-2005**

Fundusze inwestycyjne i OFE razem	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kapitalizacja giełdowego rynku akcji (mld zł)	130,1	103,4	110,6	167,7	291,7	424,9
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	+6%*	-21%	+7%	+52%	+73%	+46%
Wartość nowych emisji akcji na rynku (mld zł)	4,1	2,9	0,5	1,5	12,9	7,2
Dynamika w stosunku do roku poprzedniego	-16%	-29%	-83%	+200%	+8 razy	-44%
Wartość akcji w portfelach FI i OFE (mld zł)	4,2	6,4	9,6	16,6	25,5	33,8
Dynamika w stos. do roku poprzedniego	-	+52%	+50%	+73%	+54%	+33%
Przyrost aktywów OFE i funduszy inwestycyjnych zaangażowanych w akcje (mld zł)	4,2	2,2	3,2	7,0	8,9	8,3
Pokrycie przyrostu aktywów inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w akcje nowymi emisjami akcji (mld zł)	+0,1	-0,7	-2,7	-5,5	+4,0	-1,1

\* 1999 r. – 123,4 mld zł; \*\* 1999 r. – 4,9 mld zł

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych KNUFE, IZFA, GPW, KPWiG

Dane zawarte w tablicy 11 pozwalają na stwierdzenie, iż do roku 2003 strona podażowa rynku rozwijała się zdecydowanie wolniej niż segment krajowych inwestorów instytucjonalnych. Świadczy o tym dynamika wzrostu kapitalizacji rynku oraz dynamika wzrostu wartości nowych emisji akcji w zestawieniu z dynamiką wzrostu wartościowego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w akcje.

W okresie od 2000 do 2003 roku dynamika wzrostu kapitalizacji rynku była istotnie niższa niż dynamika wzrostu wartości akcji w portfelach krajowych inwestorów instytucjonalnych. Wynika to w dużej mierze z faktu, iż okres ten charakteryzował się niewielkim napływem nowych emisji akcji na rynek, w związku z czym nowe emisje akcji w większości nie pokryły wzrostu aktywów krajowych inwestorów instytucjonalnych. Sytuacja uległa zmianie w 2004 roku, w którym dynamika wzrostu kapitalizacji była wyższa niż dynamika wzrostu wartości aktywów krajowych inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w akcje, również nowe emisje akcji, w tym oferta publiczna Skarbu Państwa dla Banku PKO BP oraz spółki WSiP, w pełni pokryły zapotrzebowanie OFE oraz funduszy inwestycyjnych na lokatę dodatkowych aktywów w akcje. Prawdopodobnie pozytywny trend, jaki zaobserwowano w okresie 2004-2005 na GPW, w postaci napływu kilkudziesięciu nowych spółek na rynek giełdowy oraz znaczącego wzrostu kapitalizacji rynku, nie zostanie utrzymany. Ze względu na cykliczność rynku oczekuje się zakończenia hossy, która z reguły sprzyja nowym debiutom giełdowym oraz wzrostowi kapitalizacji. Jak wskazywały na to dotychczasowe analizy, w 2005 r. na giełdowym rynku akcji poprawiła się też nieco płynność, przy większej aktywności inwestorów na rynku. Przy założeniu załamania się trendu wzrostowego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w najbliższym czasie oraz ciągłemu narastaniu pochodzących ze składek emerytalnych aktywów funduszy emerytalnych, mogą istnieć obawy co do płynności giełdowego rynku akcji.

## Podsumowanie

Punktem wyjścia do podjętych analiz jest stwierdzenie, iż giełdowy rynek akcji w Polsce charakteryzuje się niedostateczną płynnością. Z jednej strony zmniejsza się wartość obrotów akcjami w odniesieniu do kapitalizacji oraz do *free float* rynku, a w rezultacie wydłuża się cykl, w którym akcje utrzymywane są „biernie” w portfelach inwestycyjnych. Z drugiej strony mamy do czynienia z dużą koncentracją obrotów na rynku, bowiem wartość obrotów zaledwie kilku spółek odpowiada niemalże połowie wartości ogółem obrotów na giełdzie.

Przyczyny takiego stanu rzeczy mogą leżeć zarówno po stronie podażowej rynku, jak również po jego stronie popytowej. Rozpoczynając od strony podażowej – do końca 2005 r. z obrotu giełdowego wycofano akcje 79 spółek, tj. ¼ wszystkich wprowadzonych na rynek spółek, natomiast kilkanaście spółek notowanych na GPW zdecydowało się na emisję walorów na rynkach zagranicznych. Z drugiej strony, napływ spółek na giełdę okazał się niewystarczający, szczególnie w pierwszych latach XXI w.

W badanym okresie strona popytowa rynku papierów wartościowych rozwijała się bardzo dynamicznie, szczególnie w segmencie inwestorów instytucjonalnych. Od 2000 do 2005 roku aktywa funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych zaangażowane w akcje notowane na GPW wzrosły niemalże dziesięciokrotnie, i m.in. ze względu na specyfikę działania funduszy emerytalnych, aktywa te

zapewne będą rosły dalej. Nieco słabiej rozwijał się segment inwestorów indywidualnych, mających bardzo istotne znaczenie w odniesieniu do płynności rynku. W porównaniu z rosnącymi w siłę inwestorami instytucjonalnymi segment drobnych inwestorów wydaje się niedostatecznie rozwinięty.

Największe znaczenie wśród inwestorów instytucjonalnych działających na GPW mają fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne. Na koniec 2005 r. tylko 10 proc. aktywów funduszy inwestycyjnych ulokowanych było w akcjach, ale dynamika przyrostu aktywów funduszy inwestycyjnych zaangażowanych w akcje była bardzo wysoka, w ostatnich latach przekraczająca nawet 100 proc. rocznie. W przypadku funduszy emerytalnych, około 30 procent ich aktywów zaangażowanych było w akcje. Według stanu na koniec 2005 r. OFE i fundusze inwestycyjne były w posiadaniu akcji o łącznej wartości ok. 34 mld zł. Wartość akcji w portfelach omawianej grupy inwestorów stanowiła równowartość 8-10 proc. kapitalizacji rynku oraz ok. 30 proc. jego *free float*.

Podczas gdy wartość akcji w portfelach OFE oraz funduszy inwestycyjnych wzrastała rocznie średnio o 50 proc., tempo wzrostu wartości obrotów z zaangażowaniem tej grupy inwestorów było niższe przynajmniej o połowę. Na tej podstawie można postawić tezę, iż dynamiczny wzrost aktywów funduszy emerytalnych i inwestycyjnych sprawił, iż instytucje te istotnie zwiększyły stan posiadania akcji, wycofując je częściowo z „czynnego obrotu”. Argumentem za potwierdzeniem tej tezy może być np. fakt, iż w okresie 2001-2004 w portfelach OFE „zamrożonych” było od 40 do 50 proc. aktywów funduszy emerytalnych zaangażowanych w akcje notowane na GPW. Również obrotowość aktywów będących w posiadaniu krajowych inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w akcje systematycznie się zmniejszała, co mogło mieć niekorzystne przełożenie na płynność giełdowego rynku akcji.

Z drugiej strony przeprowadzone analizy wykazały, iż pomimo że obrotowość będących w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych akcji zmniejszała się z roku na rok, to nadal była ona wyższa od średniej obrotowości wszystkich akcji na rynku, czy nawet tylko akcji tworzących pulę *free float* rynku. Niemniej jednak omawiana różnica z każdym rokiem była coraz mniejsza. Inaczej mówiąc, aktywność inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji była kilkakrotnie wyższa od średniej aktywności wszystkich inwestorów, choć z roku na rok aktywność inwestorów instytucjonalnych odbiegała coraz mniej od średniej. Można zatem stwierdzić, iż w badanym okresie uczestnictwo inwestorów instytucjonalnych w obrotach akcjami podtrzymywało płynność rynku, a za niedostateczną płynność rynku odpowiedzialne były inne czynniki.

Zestawiając wszystkie fakty można dojść do wniosku, iż giełdowy rynek akcji w Polsce nie rozwijał się równomiernie, z wyraźną przewagą strony popytowej nad podażową, szczególnie w okresie od 2000 do 2003 roku. Korzystna koniunktura giełdowa w 2004 i 2005 roku sprzyjała nowym emisjom akcji oraz wzrostowi kapitalizacji rynku, dzięki czemu strona podażowa rynku nieco się wzmocniła. Niestety, istnieją powody by przypuszczać, iż taka sytuacja nie utrzyma się w kolejnych

latach, wobec czego rynek zapewne wróci do stanu, w którym strona popytowa (w dużej mierze za sprawą funduszy emerytalnych) będzie bardziej prężna niż strona podaźowa. Do tego należy przypomnieć o niedostatecznej i spadającej z roku na rok płynności rynku, by mieć obawy co do perspektyw stabilnego rozwoju giełdowego rynku akcji. W takiej sytuacji koniecznym wydaje się czynienie wszelkich starań mających na celu zatrzymanie na giełdzie dotychczasowych emitentów oraz pozyskiwanie nowych. Ważne wydaje się również wzmocnienie segmentu drobnych inwestorów, których aktywność może stać się motorem płynności rynku. Zdaniem autora niniejszego artykułu konieczne jest zrewidowanie ograniczeń inwestycyjnych na rynkach zagranicznych dla Otwartych Funduszy Emerytalnych. Skierowanie części aktywów omawianej grupy inwestorów na rynki zagraniczne mogłoby wzmocnić płynność rynku polskiego.

## Bibliografia

- Biuletyn Kwartalny Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi nr 4/2000.
- Bojańczyk M., [2005], *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Oficyna Wyd. SGH, Warszawa.
- Bujak P., Jarmużek M., Kordel S., Nawrot W., Śmietaniak J., [2001], *Średniookresowa projekcja działalności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych na regulowanym rynku giełdowym akcji*, „Raporty CASE” nr 43.
- Chełchowski A., Góra M., Rozłucki W., [2001], *Nowy system emerytalny w Polsce. Wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych*, „Zeszyty BRE-CASE” nr 57.
- Ciejsza-Znamirowski K., [2004], *Ekonomiczne ograniczenia w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, wyd. KUL, Lublin.
- Clowes M., [2002], *Pension Funds' Role in Bubble*, Pensions & Investments Vol. 30, Issue 15.
- Elton E., Gruber M., [1998], *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, wyd. WIG-PRESS, Warszawa.
- Evans L., [2003], *Why the Bubble Burst: US Stock Market Performance Since 1982*, „New Directions in Modern Economies”, Cheltenham.
- Gompers P., Metrick A., [2001], *Institutional Investors and Equity Prices*, „The Quarterly Journal of Economics” Vol. 116, No. 1, s. 229-259.
- Jaworski T., [1999], *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Lista Funduszy Inwestycyjnych. Stan na 9.02.2006 r. Dokument Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.
- Lista Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Stan na 8.02.2006r. Dokument Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.
- Łon E., [2005a], *Giełda, gospodarka, OFE*, „Gazeta Bankowa”, 1 sierpnia 2005.
- Łon E., [2005b], *Płynność a koniunktura na rynku akcji*, „Bank” nr 6.
- Madej Ł., [2006], *Wpływ wybranych czynników na aktywność inwestorów na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, „Gospodarka Narodowa” nr 1-2.
- Mishkin F., [2004], *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley, Boston.
- Nawrot W., [2005], *Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych*, ADR, GDR, EDR. wyd. CeDeWu, Warszawa.
- Orosel G., [1997], *Market Participation and Share Prices*, „Mathematical Finance” No. 4.

- Polski rynek kapitałowy 2010. Między potrzebami gospodarki a wyzwaniem integracji*, praca zbiorowa (red.) M. Dzierżanowskiego, Niebieskie Księgi PFSL nr 6, 2004.
- Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego*, praca zbiorowa (red.) E. Pietrzak i A. Sławiński, wyd. IBnGR i CeDeWu, Warszawa 2002.
- Raport Roczny Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami 2004.
- Raport Roczny Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych 2000 (2001, 2002, 2003).
- Raporty Miesięczne Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami), grudzień 2003 (2004, 2005).
- Rocznik Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych 2002 (2003, 2004).
- Rynek Otwartych Funduszy Emerytalnych w 2005 r. Dokument Urzędu Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.
- Smaga E., [1995], *Ryzyko i zwrot w inwestycjach*, wyd. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Socha J., [2003], *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, wyd. OLYMPUS, Warszawa.

### **Akty prawne**

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju. Dz.U. z 2003 r. nr 229, poz. 2286, z późniejszymi zmianami.
- Szczegółowe zasady obrotu giełdowego. Załącznik do uchwały nr 4/2006 Zarządu Giełdy z dnia 10 stycznia 2006 r.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Dz.U. z 1997 r. nr 139, poz. 934, z późniejszymi zmianami.

## **THE INFLUENCE OF THE DEMAND FOR WARSAW STOCK EXCHANGE-LISTED SHARES ON THE MARKET'S LIQUIDITY**

### **Summary**

The author analyzes the demand for shares and attempts to determine its influence on the liquidity of the Warsaw Stock Exchange. The analysis was conducted by calculating and bringing together values of key importance to the liquidity of the market and investment activity on the Polish stock market.

The analysis showed that the liquidity of the Polish stock market decreased in the analyzed period (1995-2005). First, there was a drop in the value of stock trades in relation to the market's capitalization. Subsequently, there was a problem involving the substantial concentration of trade on the exchange. On the basis of this situation, attempts were made to check the demand side of the stock market, especially in the institutional investor segment.

Analyses conducted by the author indicate that, as a result of a dynamic increase in pension and investment fund assets in 2000-2005, these institutions substantially increased the value of shares in their possession, withdrawing some of the stock from "active" turnover. Over the next few years, more than 40% of the assets invested by these institutions in stock were tied up in the portfolios of open-ended pension funds. However, in the years that followed, assets held by institutional investors were subject to decreased turnover.

This seems to indicate that institutional investors could pose a threat to the market's liquidity by channeling substantial assets to the domestic stock market in a situation in which the supply of shares was insufficient. However, a supplementary examination of the average turnover in WSE-listed shares, particularly those making up the market's free float, revealed that the activity of institutional investors, though decreasing with each passing year, was several times higher than average investment activity on the stock market. In other words, transactions made by institutional investors were the key driving force behind the market's liquidity in the analyzed period. Unfortunately, the positive influence of institutional investors decreased in 2003-2005, a period that saw a major increase in pension and investment fund assets. The insufficient – and continually decreasing – liquidity of the stock market, coupled with the dynamic development of the institutional investor segment, particularly pension funds, justifies worries over the liquidity and stable development of the Polish stock market.