



**UMCS**

**UNIWERSYTET MARII CURIE-SKŁODOWSKIEJ  
W LUBLINIE**

**Szkoła Doktorska Nauk Społecznych**

Dziedzina: nauki społeczne

Dyscyplina: ekonomia i finanse

Mgr Jakub Mroczek

Szkoła Doktorska Nauk Społecznych UMCS, nr albumu: 268852

**Spółki kontrolowane przez państwo na światowych  
giełdach papierów wartościowych w latach 2010-2022  
– analiza porównawcza**

**(State-controlled companies on the world's stock exchanges  
in 2010-2022 – a comparative analysis)**

Rozprawa doktorska przygotowana w Instytucie Ekonomii i Finansów  
pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Macieja Bałtowskiego

Promotor pomocniczy: dr Grzegorz Kwiatkowski

Lublin 2025



*Oświadczenie autora pracy*

*Świadom(a) odpowiedzialności prawnej oświadczam, że niniejsza rozprawa doktorska została wykonana przeze mnie samodzielnie i nie zawiera treści uzyskanych w sposób niezgodny z obowiązującymi przepisami.*

*Oświadczam również, że praca nie była wcześniej przedmiotem procedur związanych z uzyskaniem stopnia naukowego w wyższej uczelni.*

*Data .....*

*Podpis autora pracy .....*



# Spis treści

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| Wstęp.....                                                                | 7  |
| Problem badawczy .....                                                    | 7  |
| Pytania i hipotezy badawcze .....                                         | 8  |
| Zawartość rozprawy .....                                                  | 9  |
| 1. Charakterystyka rynku kapitałowego oraz rola państwa wobec niego.....  | 13 |
| 1.1. Rynek kapitałowy w gospodarce – funkcje i znaczenie .....            | 13 |
| 1.1.1. Pojęcie i cechy rynku kapitałowego .....                           | 13 |
| 1.1.2. Podziały rynku kapitałowego .....                                  | 15 |
| 1.1.3. Współczesne funkcje rynku kapitałowego .....                       | 20 |
| 1.1.4. Znaczenie rynku kapitałowego w gospodarce.....                     | 23 |
| 1.2. Rola państwa na rynku kapitałowym .....                              | 28 |
| 1.2.1. Regulacyjna rola państwa.....                                      | 28 |
| 1.2.1.1. Uwagi wprowadzające.....                                         | 28 |
| 1.2.1.2. Zawodności na rynku kapitałowym i ryzyka z nim związane .....    | 28 |
| 1.2.1.3. Regulacje rynku kapitałowego .....                               | 30 |
| 1.2.1.4. Wpływ regulacji i ich egzekwowania na rynek kapitałowy .....     | 32 |
| 1.2.2. Interwencyjna rola państwa.....                                    | 34 |
| 1.2.2.1. Uwagi wstępne .....                                              | 34 |
| 1.2.2.2. Rodzaje interwencji .....                                        | 34 |
| 1.2.2.3. Wyniki badań dotyczących skutków interwencji w literaturze ..... | 37 |
| 1.2.3. Partycypacyjna rola państwa .....                                  | 38 |
| 1.2.3.1. Uwagi wstępne .....                                              | 38 |
| 1.2.3.2. Rynek instrumentów udziałowych .....                             | 38 |
| 1.2.3.3. Rynek instrumentów dłużnych .....                                | 42 |
| 1.3. Giełdy papierów wartościowych .....                                  | 43 |
| 1.3.1. Historia i modele organizacji giełd.....                           | 43 |
| 1.3.1.1. Uwagi wstępne .....                                              | 43 |
| 1.3.1.2. Definicja i historia giełd .....                                 | 44 |
| 1.3.1.3. Modele organizacji giełd .....                                   | 48 |
| 1.3.2. Poziom rozwoju giełd.....                                          | 49 |
| 1.3.2.1. Miary poziomu rozwoju giełd .....                                | 49 |
| 1.3.2.2. Płynność rynku akcji .....                                       | 52 |
| 1.3.2.3. Czynniki determinujące poziom rozwoju giełd.....                 | 55 |
| 1.3.3. Internacjonalizacja giełd papierów wartościowych.....              | 56 |
| 1.3.4. Struktura własnościowa współczesnych giełd.....                    | 60 |
| 1.3.4.1. Uwagi wstępne .....                                              | 60 |

|                                                                                                    |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.3.4.2. Giełdy kontrolowane przez prywatnych akcjonariuszy.....                                   | 60  |
| 1.3.4.3. Giełdy kontrolowane przez państwowego akcjonariusza.....                                  | 62  |
| 1.4. Podsumowanie.....                                                                             | 64  |
| 2. Spółki giełdowe kontrolowane przez państwo jako przedmiot badań ekonomicznych .....             | 66  |
| 2.1. Spółki kontrolowane przez państwo jako szczególny typ spółek giełdowych .....                 | 66  |
| 2.1.1. Identyfikacja i cechy spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo.....                   | 66  |
| 2.1.2. Kontrola korporacyjna państwa w spółkach giełdowych .....                                   | 67  |
| 2.1.2.1. Pojęcie kontroli korporacyjnej i sposoby jej sprawowania .....                            | 67  |
| 2.1.2.2. Rodzaje sprawowanej kontroli korporacyjnej .....                                          | 70  |
| 2.1.2.3 Relacja między sposobem a rodzajem kontroli korporacyjnej .....                            | 71  |
| 2.1.2.4. Stopnie sprawowania kontroli korporacyjnej .....                                          | 73  |
| 2.1.3. Definicja spółki giełdowej kontrolowanej przez państwo (SGKP).....                          | 76  |
| 2.1.3.1. Definicja używana w niniejszej pracy .....                                                | 76  |
| 2.1.3.2. Pokrewne definicje występujące w literaturze .....                                        | 78  |
| 2.2. Państwo jako szczególny akcjonariusz spółek giełdowych.....                                   | 80  |
| 2.2.1. Kategoria „państwo” w kontekście nadzoru korporacyjnego.....                                | 80  |
| 2.2.1.1. Definicja państwa jako akcjonariusza spółki giełdowej.....                                | 80  |
| 2.2.1.2. Państwo jako akcjonariusz spółki zagranicznej.....                                        | 83  |
| 2.2.2. Państwo jako akcjonariusz spółek giełdowych – ujęcie historyczne.....                       | 84  |
| 2.2.3. Cele zaangażowania państwa jako akcjonariusza .....                                         | 87  |
| 2.2.3.1. Klasyfikacja celów państwa jako akcjonariusza spółek giełdowych .....                     | 87  |
| 2.2.3.2. Konflikt celów między akcjonariuszem państwowym a prywatnym .....                         | 91  |
| 2.2.4. Lewarowanie kontroli przez państwo w SGKP.....                                              | 92  |
| 2.2.4.1. Przyczyny i skutki lewarowania kontroli .....                                             | 92  |
| 2.2.4.2. Klasyfikacja mechanizmów (instrumentów) lewarowania według A. Adamskiej .....             | 95  |
| 2.2.4.3. Klasyfikacja mechanizmów lewarowania kontroli przez państwo zastosowana w rozprawie ..... | 97  |
| 2.3. Spółki giełdowe kontrolowane przez państwo – stan badań .....                                 | 99  |
| 2.3.1. Uwagi wprowadzające.....                                                                    | 99  |
| 2.3.2. Badania dotyczące poszczególnych giełd.....                                                 | 100 |
| 2.3.2.1. Badania dotyczące giełd w Chinach.....                                                    | 100 |
| 2.3.2.2. Badania dotyczące giełdy w Rosji.....                                                     | 101 |
| 2.3.2.3. Badania dotyczące pozostałych giełd .....                                                 | 102 |
| 2.3.3. Badania przekrojowe (porównawcze) .....                                                     | 104 |
| 2.3.3.1. Badania dotyczące grup giełd.....                                                         | 104 |
| 2.3.3.2. Badania dotyczące różnych grup spółek giełdowych.....                                     | 108 |
| 2.3.3.3. Wnioski.....                                                                              | 109 |
| 2.3.4. Badania dotyczące lewarowania kontroli przez państwo .....                                  | 110 |

|                                                                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.4. Luka badawcza i problem badawczy pracy .....                                                                   | 112 |
| 2.5. Hipotezy badawcze.....                                                                                         | 113 |
| 3. Ramy metodologiczne badań empirycznych.....                                                                      | 115 |
| 3.1. Założenia i ograniczenia badawcze .....                                                                        | 115 |
| 3.1.1. Dobór giełd papierów wartościowych objętych analizą .....                                                    | 115 |
| 3.1.2. Zasady doboru spółek do analizy .....                                                                        | 118 |
| 3.1.2.1. Sporządzenie list Top 20 największych spółek na badanych giełdach .....                                    | 118 |
| 3.1.2.2. Procedura wyodrębnienia SGKP spośród spółek z list Top 20.....                                             | 119 |
| 3.1.3. Przyjęte podziały SGKP .....                                                                                 | 120 |
| 3.2. Dane źródłowe i ich weryfikacja.....                                                                           | 122 |
| 3.2.1. Dane dotyczące kapitalizacji badanych spółek .....                                                           | 122 |
| 3.2.2. Dane dotyczące struktury własnościowej i mechanizmów lewarowania kontroli .....                              | 124 |
| 3.2.3. Przygotowanie danych źródłowych.....                                                                         | 125 |
| 3.3. Prezentacja wyników badań .....                                                                                | 126 |
| 3.3.1. Wyniki badań dla poszczególnych giełd.....                                                                   | 126 |
| 3.3.2. Wyniki zagregowane oraz porównawcze .....                                                                    | 126 |
| 4. Spółki kontrolowane przez państwo na światowych giełdach papierów wartościowych – wyniki badań empirycznych..... | 129 |
| 4.1. Stan SGKP na światowych giełdach w 2022 roku – analiza porównawcza .....                                       | 129 |
| 4.1.1. Liczba SGKP oraz wartość ich kapitalizacji w różnych grupach giełd .....                                     | 129 |
| 4.1.1.1. Podstawowe dane dla analizowanych grup giełd .....                                                         | 129 |
| 4.1.1.2. Podział SGKP według sposobu, rodzaju oraz stopnia kontroli państwa .....                                   | 132 |
| 4.1.1.3. Giełdy o największej i najmniejszej liczbie SGKP oraz wartości ich kapitalizacji....                       | 136 |
| 4.1.2. Największe światowe SGKP według wartości kapitalizacji rynkowej.....                                         | 138 |
| 4.1.3. Branże funkcjonowania SGKP .....                                                                             | 140 |
| 4.1.4. Obecność zagranicznych SGKP na giełdach papierów wartościowych.....                                          | 142 |
| 4.1.5. Wykorzystywanie mechanizmów lewarowania kontroli .....                                                       | 145 |
| 4.2. SGKP w latach 2010-2022 – analiza porównawcza.....                                                             | 149 |
| 4.2.1. Podstawowe dane dla analizowanych grup giełd .....                                                           | 149 |
| 4.2.2. SGKP w podziale według rodzaju kontroli państwa .....                                                        | 153 |
| 4.2.3. Zmiany liczby i udziałów SGKP na poszczególnych giełdach .....                                               | 156 |
| 4.2.4. Przyczyny zmiany liczby SGKP .....                                                                           | 159 |
| 4.2.5. Branże funkcjonowania SGKP.....                                                                              | 161 |
| 4.2.6. Zmiana obecności zagranicznych SGKP na giełdach papierów wartościowych.....                                  | 164 |
| 4.3. Analiza statystyczna oraz ekonometryczna .....                                                                 | 166 |
| 4.3.1. Zróźnicowanie obecności SGKP na badanych giełdach.....                                                       | 166 |
| 4.3.2. Związki między obecnością SGKP a wybranymi charakterystykami krajów i giełd .....                            | 168 |
| 4.3.3. Analiza ekonometryczna .....                                                                                 | 171 |

|                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------|-----|
| 4.3.3.1. Charakterystyka używanych wskaźników .....             | 171 |
| 4.3.3.2. Test normalności rozkładu oraz analiza korelacji ..... | 173 |
| 4.3.3.3. Model regresji .....                                   | 176 |
| 5. Wnioski i uwagi końcowe .....                                | 179 |
| 5.1. Synteza wyników badań .....                                | 179 |
| 5.1.1. Wnioski z części teoretycznej .....                      | 179 |
| 5.1.2. Wyniki badań empirycznych .....                          | 182 |
| 5.2. Weryfikacja hipotez badawczych .....                       | 186 |
| 5.3. Kierunki przyszłych badań .....                            | 191 |
| Aneks – dane źródłowe dotyczące poszczególnych giełd .....      | 193 |
| Bibliografia .....                                              | 218 |
| Książki i artykuły .....                                        | 218 |
| Źródła internetowe .....                                        | 227 |
| Spis tabel .....                                                | 229 |
| Spis rysunków .....                                             | 231 |
| Spis wykresów .....                                             | 231 |

# Wstęp

## Problem badawczy

Rynek kapitałowy ewoluował przez dziesięciolecia z prostego mechanizmu handlu papierami wartościowymi w złożony system finansowy, który determinuje funkcjonowanie współczesnej gospodarki. Jego znaczenie wynika z pełnienia szeregu fundamentalnych funkcji – od mobilizacji i transformacji kapitału, przez wycenę aktywów i ryzyka, po efektywną alokację zasobów między różnymi sektorami gospodarki. Współczesny rynek kapitałowy umożliwia przedsiębiorstwom pozyskiwanie kapitału na rozwój, inwestorom lokowanie środków finansowych, a państwu – wspieranie realizacji polityki gospodarczej. Jednak postępująca finansjalizacja gospodarki niesie za sobą szereg ryzyk mikroekonomicznych oraz makroekonomicznych. W ostatnich latach wśród ekonomistów i decydentów gospodarczych toczy się intensywna debata dotycząca roli państwa na rynkach kapitałowych, koncentrująca się głównie na aspektach regulacyjnych. Znacznie mniej uwagi poświęca się natomiast bezpośredniej obecności państwa na rynku kapitałowym w roli inwestora czy właściciela, szczególnie na giełdach papierów wartościowych. Dlatego ta kwestia wymaga pogłębionej analizy.

Historia powstania giełd papierów wartościowych sięga XVII wieku i przez znaczną część ich istnienia udział rządów państw jako akcjonariuszy spółek giełdowych pozostawał marginalny. Co prawda można wskazać historyczne przykłady spółek akcyjnych o mieszanym, państwowo-prywatnym kapitale, szczególnie w sektorach związanych z rozwojem infrastruktury, jednak były to pojedyncze przypadki. W ostatnich kilkudziesięciu latach obserwuje się natomiast – generalnie patrząc – wzrost znaczenia państwa jako akcjonariusza w spółkach giełdowych.

W przypadku wielu spółek giełdowych, szczególnie dużych, państwo posiada na tyle znaczące udziały, że pozwalają one na sprawowanie nad nimi faktycznej kontroli korporacyjnej. Dodatkowo państwo może wzmacniać swoje uprawnienia właścicielskie poprzez specjalne zapisy w statutach spółek lub ogólnie obowiązujące przepisy prawne. Tego rodzaju spółki giełdowe będę określał w niniejszej rozprawie jako „spółki giełdowe kontrolowane przez państwo” – SGKP.

SGKP stanowią przedmiot licznych badań naukowych – niekiedy jako podtyp spółek giełdowych, a w innych przypadkach jako odrębna kategoria badawcza – koncentrujących się na takich zagadnieniach jak efektywność mikroekonomiczna, stosowanie dobrych praktyk

nadzoru korporacyjnego czy procesy internacjonalizacji ich działalności. Analiza literatury przedmiotu (przedstawiona szczegółowo w rozdziale 2) wskazuje, że nie ma dotychczas szerokich, porównawczych badań samej skali obecności takich spółek w skali globalnej, obejmujących wiele giełd z wielu krajów, przeprowadzonych według jednolitej metodologii badawczej. Oznacza to istnienie luki badawczej, bez wypełnienia której nie jest możliwe zrozumienie skali i roli współczesnych państw jako akcjonariuszy spółek giełdowych.

Poznanie faktycznej skali obecności SGKP na giełdach papierów wartościowych jest ważne z kilku powodów. Po pierwsze, spółki te coraz częściej stają się narzędziami polityki gospodarczej państw je kontrolujących, a także polityki geopolitycznej. Kwestia ta jest dotychczas słabo rozpoznana w literaturze. Po drugie, istnienie spółek o hybrydowej strukturze własnościowej, łączących kapitał państwowy i prywatny, generuje potencjalne rozbieżności interesów między właścicielem państwowym a akcjonariuszami prywatnymi. Te napięcia mogą wywierać negatywny wpływ na funkcjonowanie nie tylko samych spółek, ale również giełd papierów wartościowych. Po trzecie, w kontekście współczesnych wstrząsów w gospodarce powodujących wzrost roli państwa, takich jak kryzysy finansowe, skutki pandemii COVID-19 czy eskalacja konfliktów zbrojnych, kwestia roli państwa w gospodarce, w tym jako akcjonariusza SGKP nabiera szczególnego znaczenia. Analizowany problem badawczy ma szczególne znaczenie dla gospodarki Polski, ponieważ w naszym kraju spółki tego rodzaju należą do grona największych podmiotów na giełdzie. Opisana luka badawcza wymaga zatem przeprowadzenia kompleksowych analiz, które pozwolą na zrozumienie ich wpływu na funkcjonowanie rynków kapitałowych.

Głównym celem pracy doktorskiej jest określenie – w różnych przekrojach badawczych – stanu obecności SGKP, mierzonego ich liczbą oraz udziałem w kapitalizacji, na najważniejszych światowych giełdach i w różnych zbiorach giełd, a także określenie zmian w tym zakresie po kryzysie finansowym z pierwszej dekady XXI wieku. Dodatkowym celem jest zidentyfikowanie i przeanalizowanie najpowszechniej wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli przez państwo w SGKP. Wyniki badawcze pracy opierają się na szczegółowej analizie empirycznej spółek z największych giełd papierów wartościowych.

## **Pytania i hipotezy badawcze**

Problem badawczy dotyczący obecności SGKP we współczesnej, światowej gospodarce, którego rozwiązaniu poświęcona jest niniejsza rozprawa, można sprowadzić do następujących, szczegółowych pytań badawczych:

1. Jaki jest obecnie stan liczbowy SGKP (i różnych ich odmian) na najważniejszych

światowych giełdach i grupach giełd oraz jak zmieniał się ten stan w okresie lat 2010-2022?

2. Jakie są obecnie udziały SGKP (i różnych ich odmian) w kapitalizacji najważniejszych światowych giełd i grup giełd oraz jak zmieniały się te udziały w okresie lat 2010-2022?

3. Czy, a jeśli tak, to w jakim stopniu, obecność SGKP na danej giełdzie papierów wartościowych związana jest z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy, poziomem rozwoju ładu instytucjonalnego kraju siedziby giełdy oraz poziomem rozwoju giełdy?

4. Czy rodzaj sprawowanej przez państwo kontroli nad SGKP (bezpośredni lub pośredni) jest związany z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy?

5. Jakie są czynniki determinujące wykorzystywanie mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP i jaka jest skala ich wykorzystywania?

Na podstawie tych pytań sformułowałem następujące hipotezy badawcze:

H1: W grupie największych giełd papierów wartościowych świata rozkład spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo (mierzony zarówno ich liczbą, jak i udziałem w kapitalizacji) jest głęboko zróżnicowany.

H2: W latach 2010-2022, po okresie kryzysu finansowego z lat 2008-2009, spadło znaczenie SGKP (mierzone liczbą SGKP oraz ich udziałem w kapitalizacji zbiorów największych spółek) w grupie największych giełd papierów wartościowych.

H3.1: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju danej giełdy.

H3.2: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy.

H3.3: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju instytucjonalnego kraju siedziby giełdy.

H4: W giełdach mających siedzibę w krajach wysoko rozwiniętych najczęściej wykorzystywany jest pośredni rodzaj kontroli państwa nad spółkami, a w giełdach mających siedzibę w krajach niżej rozwiniętych – rodzaj bezpośredni.

H5: Mechanizmy lewarowania kontroli korporacyjnej w SGKP są częściej wykorzystywane w spółkach z mniejszościowymi niż z większościowymi udziałami państwa.

## **Zawartość rozprawy**

Praca składa się z pięciu rozdziałów. Celem dwóch pierwszych rozdziałów jest określenie ram teoretycznych pracy. Na początku pierwszego rozdziału szczegółowo omówiłem pojęcie rynku kapitałowego i przedstawiłem jego klasyfikację. Podkreśliłem kluczowe funkcje rynku

kapitałowego, takie jak pozyskiwanie kapitału, alokacja zasobów oraz wsparcie wzrostu gospodarczego.

Następnie zaprezentowałem rolę państwa na rynku kapitałowym, wyróżniając rolę regulacyjną, interwencyjną oraz partycypacyjną. Szczególnie dwie ostatnie, sprowadzające się do aktywnego uczestnictwa państwa na rynku kapitałowym, są istotne w aspekcie niniejszej pracy. Dalej scharakteryzowałem giełdy papierów wartościowych, uwzględniając ich genezę oraz historyczny rozwój. Przeanalizowałem ewolucję organizacji i funkcjonowania giełd, wskazując na kluczowe zmiany zachodzące w ich strukturach. Zaprezentowałem największe giełdy papierów wartościowych, klasyfikując je na podstawie poziomu rozwoju, zasięgu działalności oraz struktury właścicielskiej.

Rozdział drugi poświęcony jest dogłębnej, wielostronnej analizie spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo. Dokonałem szczegółowej identyfikacji SGKP oraz analizy ich cech charakterystycznych. Zdefiniowałem pojęcie kontroli korporacyjnej państwa, określając jej rodzaje, sposoby wykonywania oraz różne stopnie sprawowania kontroli nad spółką.

Na tej podstawie sformułowałem definicję SGKP stosowaną w niniejszej pracy, konfrontując ją z innymi pokrewnymi kategoriami występującymi w literaturze przedmiotu. Rozróżniłem definicje opierające się na kryterium sprawowanej kontroli korporacyjnej oraz definicje opierające się wyłącznie na wielkości udziałów posiadanych przez państwo. Zdefiniowałem również pojęcie „państwo” w kontekście prowadzonych analiz, uwzględniając nie tylko centralne organy władzy, ale także jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty odrębne prawnie, lecz pozostające pod kontrolą państwa.

Następnie wyróżniłem i opisałem cele zaangażowania państwa jako akcjonariusza, które mogą obejmować zarówno aspekty ekonomiczne, jak i społeczne czy polityczne. Podkreśliłem, że przedkładanie przez państwo celów społecznych lub politycznych nad celami ekonomicznymi często prowadzi do sytuacji, w której interesy państwowego akcjonariusza są sprzeczne z oczekiwaniami inwestorów prywatnych. W efekcie kontrola państwa może powodować, że inwestorzy prywatni muszą uwzględnić nieoptymalną — z ich punktu widzenia — strategię spółki. Oznacza to, że SGKP często będą podatne na konflikt między akcjonariuszem państwowym a prywatnym, co może negatywnie wpływać na ich funkcjonowanie.

Przeanalizowałem mechanizmy wykorzystywane przez rządy w celu zwiększenia zakresu swojej kontroli korporacyjnej nad SGKP, określane w literaturze jako mechanizmy lewarowania kontroli. Na podstawie własnych badań empirycznych oraz literatury przedmiotu dokonałem klasyfikacji tych mechanizmów, wskazałem przyczyny i skutki ich stosowania.

W kolejnej części rozdziału dokonałem przeglądu literatury dotyczącej obecności SGKP na giełdach papierów wartościowych oraz mechanizmów lewarowania kontroli. Analiza wykazała, że badania w tym zakresie koncentrują się głównie na giełdach w krajach rozwijających się oraz w gospodarkach, gdzie właścicielska rola państwa jest istotna, takich jak Chiny i Rosja.

Rozdział drugi zakończyłem syntetycznym podsumowaniem badań teoretycznych, na podstawie którego zidentyfikowałem lukę badawczą, sprowadzoną do przedstawionych wcześniej pytań badawczych. Wskazałem również obszary, w których przeprowadzone badania przyczynią się do poszerzenia istniejącej wiedzy ekonomicznej. Na podstawie pytań badawczych opracowałem hipotezy badawcze, które poddałem weryfikacji w dalszych częściach pracy.

Rozdział trzeci zawiera prezentację założeń metodycznych i charakterystykę przeprowadzonych badań empirycznych. Przedstawiłem zasady doboru giełd papierów wartościowych do analizy i ich podziału na grupy. Następnie zaprezentowałem zasady doboru spółek do analizy. Do badania wykorzystałem zbiory 20 największych krajowych spółek pod względem wartości kapitalizacji dla każdej giełdy (zbiory Top 20) oraz każdego analizowanego roku. Omówiłem oryginalną metodykę wyodrębniania SGKP spośród spółek w zbiorach Top 20 oraz wykorzystywane w pracy podziały SGKP według trzech kryteriów: poziomu udziałów właścicielskich państwa, zasad wykonywania uprawnień właścicielskich przez państwowego akcjonariusza (sposób, rodzaj oraz stopień sprawowanej kontroli) oraz przynależności branżowej.

Kolejną ważną kwestią było przedstawienie źródeł danych wykorzystywanych w analizie. Znaczna część danych wykorzystywanych w pracy pochodzi bezpośrednio z informacji uzyskanych od giełd papierów wartościowych. Pozostałe dane pozyskałem z innych, różnych źródeł o zróżnicowanym poziomie wiarygodności, dlatego w wielu przypadkach niezbędna była ich weryfikacja.

Rozdział czwarty obejmuje prezentację i analizę wyników badań empirycznych. Na początku przedstawiłem skalę obecności SGKP na analizowanych giełdach papierów wartościowych i w wyróżnionych grupach giełd w 2022 roku. Następnie uwagę poświęciłem analizie sposobów wykonywania uprawnień właścicielskich przez państwo. Przeprowadziłem analizę branżową SGKP, a także analizę obecności SGKP kontrolowanych przez zagraniczne rządy oraz analizę wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli. W kolejnej części rozdziału dokonałem prezentacji i analizy tych samych kwestii związanych z obecnością SGKP na światowych giełdach papierów wartościowych, ale w ujęciu dynamicznym, w latach 2010-

2022.

Końcowa część rozdziału zawiera analizę statystyczno-ekonometryczną dotyczącą zależności między obecnością SGKP na giełdach a różnymi charakterystykami otoczenia instytucjonalno-gospodarczego tych giełd. Uwzględniłem takie zmienne, jak poziom rozwoju giełd papierów wartościowych, stopień rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy oraz jakość instytucji w kraju siedziby giełdy.

Rozdział piąty stanowi podsumowanie całej rozprawy doktorskiej. Zawiera konkluzje i uogólnienia wynikające z przeprowadzonych w ramach niniejszej rozprawy badań, w podziale na badania teoretyczne i empiryczne. Na podstawie otrzymanych wyników badań dokonałem również szczegółowej weryfikacji postawionych wcześniej hipotez badawczych. Pracę zakończyłem przedstawieniem proponowanych kierunków przyszłych badań dotyczących SGKP.

# 1. Charakterystyka rynku kapitałowego oraz rola państwa wobec niego

## 1.1. Rynek kapitałowy w gospodarce – funkcje i znaczenie

### 1.1.1. Pojęcie i cechy rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy jest najważniejszym segmentem rynku finansowego i stanowi jeden z fundamentów gospodarki narodowej. Prawidłowo funkcjonujący rynek kapitałowy przyczynia się znacznie do rozwoju gospodarczego, głównie poprzez mobilizację i efektywną alokację kapitału. Jednak – jak pokazał globalny kryzys finansowy z pierwszej dekady XXI wieku – jego nadmierny rozwój niesie za sobą szereg ryzyk mikroekonomicznych oraz makroekonomicznych.

Od co najmniej lat 70. XX wieku główny nurt ekonomii opowiadał się za wysokim stopniem liberalizacji rynków kapitałowych. Wynikało to z przyjętej przez ekonomistów i decydentów gospodarczych hipotezy rynków efektywnych (sformalizowanej przez Eugene’a Fama<sup>1</sup>).

W ostatnich latach, szczególnie po kryzysie finansowym lat 2008-2009, zaobserwować można powrót dyskusji na temat roli państwa na rynkach kapitałowych, w tym problemu optymalnego poziomu regulacji<sup>2</sup>. Natomiast obecność państwa na rynku kapitałowym jako inwestora, co jest zasadniczym obszarem zainteresowania niniejszej rozprawy, znajduje się na drugim planie. Nie można jednak stwierdzić, że ta obecność jest marginalna. Państwo jest uczestnikiem rynku kapitałowego, gdy rząd emituje papiery skarbowe, poprzez działania banku centralnego oraz – co szczególnie istotne z punktu widzenia niniejszej rozprawy – jako akcjonariusz spółek giełdowych.

W literaturze istnieje wiele podejść do definiowania rynku kapitałowego. Jan Czekaj prezentuje dwie, wzajemnie się uzupełniające, definicje rynku kapitałowego. Pierwsza z nich mówi, że jest to rynek kapitałów średnio- i długoterminowych, na którym kapitał jest lokowany i pozyskiwany poprzez emisję instrumentów finansowych o terminie zapadalności dłuższym niż rok<sup>3</sup>. Definicja ta dotyczy zatem zakresu przedmiotowego rynku kapitałowego. Natomiast druga definicja dotyczy zakresu podmiotowego. Według niej rynek kapitałowy to rynek długoterminowych papierów wartościowych, ułatwiający przepływ kapitału między jego

---

<sup>1</sup> E.F. Fama, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance”, 1970, 25(2).

<sup>2</sup> R.J. Shiller, *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Princeton 2015; H. Christensen, L. Hail, C. Leuz, *Capital-market effects of securities regulation: Prior conditions, implementation, and enforcement*, „The Review of Financial Studies”, 2016, 29(11).

<sup>3</sup> J. Czekaj, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 33-34.

właścicielami (inwestorami) a użytkownikami (emitentami)<sup>4</sup>.

Wiesław Dębski zdefiniował rynek kapitałowy jako ogół transakcji kupna-sprzedaży, których przedmiotem są instrumenty finansowe o okresie wykupu dłuższym niż rok, zaś środki uzyskane z tych emisji mogą być wykorzystane na działalność rozwojową przedsiębiorstwa<sup>5</sup>. Natomiast Arthur O'Sullivan oraz Steven M. Sheffrin definiują rynek kapitałowy jako rynek finansowy, na którym kupowane i sprzedawane są długoterminowe papiery dłużne (ponad rok) lub papiery wartościowe o charakterze własnościowym, w przeciwieństwie do rynku pieniężnego, na którym kupuje i sprzedaje się dług krótkoterminowy<sup>6</sup>.

Dokonując syntezy powyższych definicji, można powiedzieć, że rynek kapitałowy to miejsce mobilizacji kapitału średnio- i długookresowego, który jest dostarczany przez podmioty posiadające jego nadwyżkę (inwestorów). Natomiast podmioty, które zgłaszają zapotrzebowanie na kapitał, pozyskują go za pomocą emisji różnorodnych papierów wartościowych. Rynek kapitałowy stanowi, mówiąc obrazowo, miejsce spotkań obu tych grup podmiotów.

Z wyżej wymienionych definicji wynikają dwie ważne cechy rynku kapitałowego, tzn. rynek kapitałowy służy jako łącznik pomiędzy oszczędzającymi a emitentami papierów wartościowych oraz pomaga w mobilizacji kapitału. Dzięki tym cechom rynek kapitałowy wpływa na finansowanie gospodarki. Sektor publiczny – emitując instrumenty dłużne – finansuje swoje potrzeby pożyczkowe. Sektor przedsiębiorstw za pomocą instrumentów udziałowych i dłużnych akumuluje kapitał niezbędny do rozwoju i inwestycji, zaś sektor gospodarstw domowych pośrednio (poprzez fundusze inwestycyjne) lub bezpośrednio dostarcza na niego kapitał. Zatem rynek kapitałowy odgrywa ważną rolę, doprowadzając do akwizycji, transformacji i dostarczania kapitału oraz obiektywnej oceny projektów inwestycyjnych, wpływając na wielkość oszczędności oraz inwestycji, ale także na inne zmienne makroekonomiczne np. poziom konsumpcji. Franco Modigliani zauważył, że stabilny wzrost kursów akcji może przyczynić się do wzrostu zagregowanej konsumpcji w gospodarce, ponieważ stały wzrost cen aktywów powoduje analogicznie wzrost dochodu permanentnego gospodarstw domowych<sup>7</sup>. Zgodnie z teorią dochodu permanentnego, która została stworzona przez Milтона Friedmana, oznacza to długookresowy wzrost poziomu konsumpcji w

---

<sup>4</sup> Ibidem.

<sup>5</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 94.

<sup>6</sup> A. O'Sullivan, S.M. Sheffrin, *Economics: Principles in action*, Pearson Prentice Hall, Hoboken 2005, s. 283.

<sup>7</sup> F. Modigliani, *Consumer spending and monetary policy: the linkages*, „Federal Reserve Bank of Boston Conference Series”, Paper no. 5, 1971.

gospodarce.

W tym miejscu warto wyróżnić i porównać systemy finansowe oparte o finansowanie ze strony banków (system kontynentalny) oraz ze strony rynku kapitałowego (system anglosaski). System bazujący na finansowaniu ze strony rynku kapitałowego charakteryzuje się szerokim spektrum inwestorów o różnych preferencjach dotyczących zapadalności papierów wartościowych. Jest to niewątpliwie zaletą pozyskiwania finansowania z rynku kapitałowego. Wyniki badania *Thirty Group*, organu skupiającego specjalistów rynkowych i naukowców zajmujących się finansami, pokazały, że zarówno w krajach wysokorozwiniętych, jak i rozwijających się, rynek kapitałowy, w porównaniu z bankami, zapewnia finansowanie o dłuższym terminie zapadalności. Krótszy okres zapadalności długu w bankach wynika ze struktury depozytów, w których dużą część stanowią depozyty krótkoterminowe<sup>8</sup>.

Charakterystyczną cechą rynku kapitałowego jest również różnorodność preferencji uczestników rynku co do ryzyka. Niepewność dotycząca papierów wartościowych, które są przedmiotem transakcji, wynika z wielu czynników np. rodzaju instrumentu, sytuacji spółki lub sytuacji makroekonomicznej. Dlatego na rynku kapitałowym można nabyć papiery wartościowe o różnym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Dzięki temu inwestorzy mogą optymalnie dopasować swoją strategię inwestycyjną, a emitenci instrumentów finansowych, które charakteryzują się wyższym poziomem ryzyka, mogą łatwiej pozyskać kapitał.

### **1.1.2. Podziały rynku kapitałowego**

Sformułowane definicje rynku kapitałowego wskazują, że zalicza się do niego szeroki zakres podmiotów, które na nim funkcjonują oraz wiele rodzajów instrumentów finansowych, które można na nim nabyć. Z tego względu rynek kapitałowy składa się z licznych segmentów, co implikuje, że można dokonać jego podziału według różnych kryteriów. W literaturze przedmiotu najczęściej wymienia się kryteria:

- a) przepływów finansowych,
- b) przedmiotu transakcji,
- c) sposobu zawierania transakcji,
- d) stopnia zorganizowania rynku,
- e) rodzaju i terminu dostawy aktywów,
- f) stopnia regulacji rynku.

Spośród wymienionych kryteriów dwa pierwsze mają istotne znaczenie dla dalszej analizy

---

<sup>8</sup> Group of Thirty, *Long-term finance and economic growth. Report of the working group on long-term finance*, Group of Thirty, Washington DC 2013, s. 29.

zawartej w niniejszym opracowaniu. Dlatego omówię je dokładniej, natomiast pozostałe kryteria i wynikające z nich podziały przedstawię w sposób skrócony.

Pierwsze kryterium, dotyczące przepływów finansowych, uwzględnia dwa zasadnicze segmenty rynku kapitałowego, czyli rynek pierwotny oraz wtórny. Podział ten jest ważny dla wszystkich uczestników rynku, ponieważ wskazuje na kierunek przepływu kapitału i strony transakcji. Na rynku pierwotnym dokonuje się sprzedaży nowo wyemitowanych papierów wartościowych przez uprawnione do tego podmioty gospodarcze, które chcą powiększyć swoje zasoby kapitałowe, a następnie wykorzystać je zgodnie z celami emisji (zazwyczaj są one szczegółowo przedstawione w opracowanym przez emitenta dokumencie emisyjnym). Rynek pierwotny to ważny segment rynku kapitałowego, ponieważ za jego pomocą spółki decydują się na pierwszą ofertę publiczną (IPO) oraz dokonują kolejnych emisji papierów wartościowych. W ten sposób bezpośrednio pozyskują środki służące do sfinansowania projektów rozwojowych. Środki te powiększają zasoby kapitałowe spółki, jednak nie wpływają bezpośrednio na jej wynik finansowy.

Rynek wtórny obejmuje natomiast transakcje, których przedmiotem są uprzednio wyemitowane i będące w obiegu papiery wartościowe. Z tego względu zazwyczaj stronami transakcji są inne podmioty niż emitent danego instrumentu finansowego. Rynek wtórny funkcjonuje, ponieważ na skutek zmieniającej się sytuacji gospodarczej i wyceny rynkowej dokonanych inwestycji, uczestnicy rynku kapitałowego decydują się na kupno lub sprzedaż danych papierów wartościowych. Oznacza to, że następuje relokacja papierów wartościowych, a w konsekwencji kapitału między inwestorami<sup>9</sup>.

Z perspektywy spółek, rynek pierwotny pozwala na zasilenie ich w kapitał, zaś segment wtórny dostarcza informacji na temat ich wyceny, dzięki niemal codziennym notowaniom i transakcjom. Natomiast z perspektywy inwestorów zarówno rynek pierwotny, jak i wtórny pozwalają ulokować swoje oszczędności. Z punktu widzenia państwa, co jest istotne w kontekście niniejszego opracowania, rynek pierwotny może służyć jako miejsce prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, natomiast rynek wtórny może być wykorzystany zarówno do prywatyzacji, jak i ich nacjonalizacji<sup>10</sup>.

Opisane segmenty rynku są względem siebie komplementarne. Bez sprawnie funkcjonującego rynku wtórnego, rynek pierwotny miałby znacznie mniejsze znaczenie, ponieważ bez możliwości spieniężenia nabytych papierów wartościowych inwestorzy byłiby

---

<sup>9</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego...*, op. cit., s. 135.

<sup>10</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa państwowe we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2018, rozdział VII.

mniej skłonni angażować swój kapitał na rynku pierwotnym. Innymi słowy, podmioty gospodarcze chętnie lokują swoje środki na rynku kapitałowym, ponieważ wiedzą, że dzięki transakcjom na rynku wtórnym mogą w każdej chwili wycofać się z inwestycji, realizując zyski lub minimalizując ryzyko strat. Dlatego niezwykle istotne jest, żeby rynek wtórny był wystarczająco płynny, aby poszczególne transakcje papierami wartościowymi nie determinowały ich ceny rynkowej.

Kolejnym istotnym podziałem rynku kapitałowego jest jego rozróżnienie ze względu na przedmiot transakcji. Na tej podstawie można wyróżnić rynek instrumentów udziałowych, instrumentów wierzycielskich oraz instrumentów pochodnych. Na rynku instrumentów udziałowych przedmiotem transakcji są papiery wartościowe, które potwierdzają udział ich właściciela w kapitale danego podmiotu. Najpowszechniejszym instrumentem udziałowym są akcje, które dają prawo do partycypacji w zyskach w formie dywidendy oraz prawo do udziału w podziale majątku podczas likwidacji przedsiębiorstwa. Akcje można podzielić ze względu na rodzaj (imienne oraz na okaziciela), formę pokrycia równowartości akcji (pieniężne i niepieniężne), ze względu na ujmowanie akcji (pojedyncze i zbiorcze) oraz ze względu na uprawnienia akcjonariuszy (zwykłe oraz uprzywilejowane co do głosu). Inne udziałowe instrumenty to np. certyfikaty inwestycyjne, które są emitowane przez fundusze inwestycyjne<sup>11</sup>.

Z punktu widzenia dalszej analizy prowadzonej w tej pracy, istotne znaczenie ma podział akcji ze względu na uprawnienia właścicieli. Podział ten dotyczy sytuacji, gdy spółka wyemituje akcje o różnym poziomie praw głosu. Akcjonariusz posiadający papiery wartościowe uprzywilejowane co do głosu ma relatywnie większy wpływ na funkcjonowanie spółki niż inni właściciele. Emisja akcji o zróżnicowanym prawie głosu zazwyczaj jest elementem mechanizmu lewarowania (wzmacniania) kontroli, czyli sytuacji uzyskiwania większego zakresu władzy korporacyjnej niż wynikałoby to wprost z posiadanych udziałów wierzycielskich<sup>12</sup>. Akcje uprzywilejowane co do głosu mogą być często posiadane przez rządy np. po częściowej prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, aby zachować nad nimi kontrolę korporacyjną. Przykładem może być rząd brazylijski, który posiada w notowanej na giełdzie spółce *Petrobras* zaledwie 28% ogółu liczby akcji. Jednak w wyniku emisji dwóch rodzajów akcji — bez prawa głosu oraz z prawem głosu (państwo posiada ich ponad 50%) — rząd ma zdecydowanie silniejszą pozycję w spółce w porównaniu do innych akcjonariuszy<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> J. Cichorska, P. Dąbrowski, *Instrumenty rynku kapitałowego*, [w:] *Rynek finansowy*, I. Pyrka (red.), Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2010, s. 202.

<sup>12</sup> Zob. dalej, p. 2.2.4.

<sup>13</sup> *Petrobras, Shares, Dividends and Global Bonds* <https://www.investidorpetrobras.com.br/en/shares-dividends-and-debts/shares/> (dostęp: 16.07.2023).

Drugi rodzaj instrumentów, które są przedmiotem operacji na rynku kapitałowym, to dłużne (wierzycielskie) papiery wartościowe. Są one formą długoterminowej pożyczki zaciągniętej przez emitenta u inwestorów. Najbardziej znaną oraz powszechną formą dłużnych papierów wartościowych są obligacje. Potwierdzają one zobowiązanie dłużne emitenta wobec właściciela obligacji, na określoną kwotę z zobowiązaniem wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach. Emitent może optymalnie dopasować emisję obligacji do swoich potrzeb pożyczkowych. Obligacje można podzielić ze względu na: rodzaj emitenta, poziom ryzyka, poziom oprocentowania, sposób wykupu, rynek emisji i obrotu wtórnego, rodzaj inwestorów oraz sposoby zabezpieczenia<sup>14</sup>. Inne mniej popularne dłużne papiery wartościowe to listy zastawne, które są zbliżone do obligacji i zazwyczaj zabezpieczone hipoteką<sup>15</sup>.

Trzecim rodzajem papierów wartościowych wyróżnianym według kryterium przedmiotu transakcji jest segment instrumentów pochodnych. Jest to stosunkowo młoda część rynku kapitałowego, rozwijająca się od ok. 50 lat. Instrumenty pochodne (derywaty) to papiery wartościowe stworzone na podstawie instrumentu bazowego, od którego zależy charakter i cena derywatu oraz sposób rozliczenia. Charakterystyczną cechą instrumentów pochodnych są symetryczne przepływy pieniężne. Oznacza to, że zysk jednej strony transakcji powoduje stratę drugiej strony<sup>16</sup>. Operacje instrumentami pochodnymi spełniają dwie funkcje. Pierwsza to spekulacja finansowa, która ma na celu przynieść wysokie stopy zwrotu, natomiast druga, dużo ważniejsza funkcja z gospodarczego punktu widzenia, dotyczy zabezpieczenia przed ryzykiem zmiany cen na rynku finansowym (tzw. *hedging*)<sup>17</sup>. Choć instrumenty pochodne zostały stworzone w celu ochrony inwestorów przed niekorzystną zmianą kursu instrumentu bazowego, to współcześnie bardzo często wykorzystywane są one do przeprowadzania operacji o charakterze spekulacyjnym.

Kolejne kryterium podziału rynku kapitałowego dotyczy sposobu zawierania transakcji. Na jego podstawie można wyróżnić rynek publiczny oraz rynek niepubliczny (prywatny). Rynek publiczny, który jest przedmiotem dalszych analiz w niniejszym opracowaniu, dotyczy sytuacji, gdy podmiot składający ofertę kupna lub sprzedaży papierów wartościowych zwraca się do szerokiego grona inwestorów. Rynek publiczny zazwyczaj cechuje się wysokimi standardami przeprowadzanych operacji, ponieważ w obawie o bezpieczeństwo uczestników transakcji, które mają masowy charakter, nakładane są dodatkowe regulacje oraz wzmacniany jest nadzór

---

<sup>14</sup> M. Górski, *Rynkowy system finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2018, s. 309-310.

<sup>15</sup> J. Cichorska, P. Dąbrowski, *Instrumenty...*, op. cit., s. 207.

<sup>16</sup> Ibidem, s. 208.

<sup>17</sup> Ibidem, s. 209.

nad procesem obrotu papierami wartościowymi, zakresem dostępu do informacji oraz pośrednikami transakcji. Niewątpliwymi zaletami tego rodzaju rynku jest jego przejrzystość, która wynika ze wspomnianych regulacji, płynność, która daje inwestorom możliwość swobodnego wycofania się i wchodzenia w inwestycję przy zachowaniu niskich kosztów transakcyjnych, duży zasięg funkcjonowania rynku oraz wynikającą z wymienionych cech dużą możliwość mobilizacji kapitału<sup>18</sup>. Dopuszczenie papierów wartościowych spółki do obrotu na tym rynku wymaga spełnienia przez te podmioty szeregu obowiązków oraz wymagań dotyczących np. sprawozdawczości.

Rynek niepubliczny cechuje się indywidualnie zawieranymi transakcjami pomiędzy emitentami a inwestorami. Zawierane na nim transakcje nie są standaryzowane oraz nie podlegają regulacjom ze strony wielu aktów prawnych, które dotyczą transakcji na rynku publicznym<sup>19</sup>. Podlegają one natomiast ogólnym przepisom prawa regulujących działalność podmiotów biorących udział w transakcjach (przykładowo w Polsce regulowane są na podstawie prawa cywilnego). Obrót na rynku niepublicznym ma charakter rynku nieorganizowanego. Często są to operacje przeprowadzane przez fundusze *venture capital*, ale również między udziałowcami danej spółki lub osobami przez nich wskazanymi.

Kapitałowy rynek publiczny jest bardzo często kojarzony z rynkiem giełdowym, jednak w rzeczywistości rynek publiczny to szersze pojęcie. Z tego względu można go dodatkowo podzielić na rynek giełdowy oraz pozagiełdowy, zwany inaczej rynkiem OTC (*over-the-counter*). Rynek giełdowy charakteryzuje się najwyższym zorganizowaniem oraz bezpieczeństwem zawieranych transakcji. Operacje przeprowadzane są w określonym miejscu i czasie, notowane na nich papiery wartościowe muszą spełniać określone wymogi, a informacje o kształtowaniu się ich cen przekazywane są do szerokiego grona inwestorów.

Natomiast cechą charakterystyczną rynku pozagiełdowego jest to, że miejsce, czas i warunki zawieranych transakcji mogą się różnić przy każdej dokonywanej operacji kupna-sprzedaży. Ponadto uczestnicy tej formy rynku nie muszą udostępniać informacji dotyczących przeprowadzonej transakcji. Rynek pozagiełdowy można porównywać z rynkiem niepublicznym, jednak cechą, która je różnicuje, jest liczba odbiorców oferty transakcji.

Kolejny podział rynku kapitałowego dotyczy stopnia jego uregulowania. W ten sposób można wyróżnić rynek regulowany oraz rynek nieregulowany. Na rynku regulowanym, jak

---

<sup>18</sup> M. Wrzeński, O. Mikołajczyk, K. Melnarowicz, *Istota, funkcje oraz narzędzia rynku kapitałowego*, [w:] *Finanse u progu trzeciej dekady XXI wieku*, J. Ostaszewski, M. Iwanicz-Drozdowska (red.), Difin, Warszawa 2021, s. 387.

<sup>19</sup> S. Kozak, *Rynek finansowy*, [w:] *Finanse, instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, M. Podstawka (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 568.

wskazuje nazwa, transakcje podlegają stosunkowo rygorystycznym przepisom. Operacje kupna-sprzedaży papierów wartościowych przeprowadzane są na szeroką skalę, dlatego uzasadnieniem do uregulowania rynku jest ochrona inwestorów np. poprzez niwelowanie asymetrii informacji. Silne regulacje powodują, że spółka musi spełniać wiele restrykcyjnych norm, aby jej papiery wartościowe były dopuszczone do obrotu.

Na rynku nieregulowanym występuje zdecydowanie większa elastyczność dla podmiotów zawierających transakcje, ale jednocześnie zmniejsza to ich bezpieczeństwo. Z tego względu wprowadza się pewne limity<sup>20</sup>. Przykładem może być prawo stanowione przez UE mówiące, że emisja papierów wartościowych na rynku nieregulowanym m.in. może być zaoferowana maksymalnie dla 150 osób lub cena jednostkowa papieru wartościowego nie może przekraczać 100 tys. euro. W innych przypadkach transakcje muszą podlegać regulacjom<sup>21</sup>.

Ze względu na termin dostawy instrumentu bazowego można wyróżnić rynek kasowy oraz rynek terminowy. Rynek kasowy charakteryzuje się transakcjami, które opłacane są od razu po ich zleceniu, a realizowane są najpóźniej w następnym dniu roboczym. Instrumenty finansowe, które są charakterystyczne dla rynku kasowego to np. akcje oraz obligacje.

W odróżnieniu od rynku kasowego rynek terminowy pozwala kontrahentom lub inwestorom na zawieranie kontraktów terminowych, czyli umów na dokonanie transakcji dotyczącej pewnego aktywa bazowego w określonym czasie w przyszłości (data rozliczenia lub data dostawy). Cena, po której ma zostać zawarta transakcja, również jest określana w dniu zawierania umowy (cena terminowa). Przedmiotem transakcji na tym segmencie rynku kapitałowego są instrumenty pochodne, opisane powyżej przy okazji podziału przedmiotowego. Najważniejsze instrumenty na rynku terminowym to kontrakty *futures*, *forward*, czyli papiery wartościowe z obowiązkiem kupna aktywa bazowego oraz opcje, które dają prawo, a nie obowiązek, kupna aktywa. Natomiast aktywami bazowymi na tym rynku są akcje, obligacje, indeksy giełdowe, waluty, a także surowce.

### **1.1.3. Współczesne funkcje rynku kapitałowego**

Rozwinięty i sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy jest istotną częścią rynkowego systemu gospodarczego oraz systemu finansowego, ponieważ spełnia wiele ważnych funkcji w gospodarkach większości krajów. W literaturze zwykle wyróżnia się jego funkcje

---

<sup>20</sup> M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Warszawa 2008, s. 31.

<sup>21</sup> Rozporządzenie 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

mikroekonomiczne oraz makroekonomiczne. Te pierwsze polegają na dostarczaniu kapitału do spółek oraz lokowaniu na nim oszczędności przez podmioty gospodarcze<sup>22</sup>. Z kolei funkcje makroekonomiczne to:

- a) funkcja restrukturyzacji gospodarki,
- b) funkcja kontrolna,
- c) funkcja mobilizacji kapitału,
- d) funkcja alokacji kapitału,
- e) funkcja stymulacyjna,
- f) funkcja informacyjna,
- g) funkcja wyceny kapitału i ryzyka.

Z punktu widzenia niniejszej pracy, najistotniejsze są cztery pierwsze funkcje makroekonomiczne, dlatego zostaną przedstawione nieco dokładniej.

W okresie transformacji gospodarczej lub innej sytuacji związanej z przekształceniem gospodarki, rynek kapitałowy może pełnić funkcję narzędzia restrukturyzacji gospodarki. Rządy za pomocą rynku kapitałowego mogą przeprowadzać zmianę struktury właścicielskiej przedsiębiorstw np. poprzez prywatyzację przedsiębiorstw państwowych. Rządy poprzez rynek kapitałowy mogą również nabywać udziały w spółkach. Nacjonalizacje mogą wynikać z różnych przyczyn, np. z konieczności ratowania spółek przed bankructwem (co miało miejsce w czasie kryzysu finansowego z pierwszej dekady XXI wieku) lub z zasad prowadzonej polityki gospodarczej.

Udziałowe papiery wartościowe stwarzają możliwość sprawowania skutecznej i efektywnej kontroli zarządów spółek, a także pełnienia nad nimi nadzoru właścicielskiego. Z tego względu bieżąca wycena papierów wartościowych może być elementem funkcji kontrolnej, szczególnie na rynku instrumentów udziałowych. Uznanie przez inwestorów, że polityka spółki jest nieodpowiednia, może prowadzić do spadku cen wyemitowanych przez nią papierów wartościowych, a konsekwencją może być zmiana w układzie kontroli nad spółką i w efekcie zmiana polityki zarządzania przedsiębiorstwem<sup>23</sup>. W skali makroekonomicznej funkcja ta zwiększa efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw, a tym samym całej gospodarki<sup>24</sup>.

Istotną funkcją rynku kapitałowego jest mobilizacja kapitału, która polega na transformacji oszczędności w inwestycje. Osoby posiadające oszczędności dostarczają je w postaci

---

<sup>22</sup> A. Rydzewska, *Finansjalizacja a klasyczne funkcje giełdy papierów wartościowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, 2017, (154).

<sup>23</sup> A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013, s. 159.

<sup>24</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego...*, op. cit., s. 152.

inwestycji na rynek kapitałowy, w zamian oczekując zysku za podjęte ryzyko. Atrakcyjność rynku kapitałowego jako miejsca lokowania oszczędności jest większa w porównaniu do alternatywnych form oszczędzania, ponieważ uczestnicy rynku kapitałowego w każdym momencie mogą wycofać się z inwestycji, sprzedając nabyte papiery wartościowe, jeśli rynek ma odpowiedni poziom płynności. Wystarczająco wysoki popyt oraz podaż pozwalają na praktycznie natychmiastowe zrealizowanie transakcji. Jest to niewątpliwy przyczynek do wzrostu liczby inwestorów, a tym samym wielkości dostarczanego kapitału i rozwoju rynku kapitałowego.

Kolejnymi funkcjami rynku kapitałowego są alokacja oraz relokacja kapitału, których istota polega na identyfikacji potrzeb finansowych i lokowaniu kapitału w miejsca, gdzie jest na niego zapotrzebowanie, czyli do sektorów, które zapewnią najbardziej efektywne wykorzystanie kapitału. Realizacja funkcji alokacyjnej wynika z dążenia inwestorów do maksymalizacji zysku. Podmioty, które decydują się na inwestycje, muszą mieć zapewniony dostęp do informacji, aby podjąć optymalne decyzje inwestycyjne, dlatego bardzo ważna jest również efektywność informacyjna rynku. Emitenci papierów wartościowych w większości przeznaczają pozyskane środki na przedsięwzięcia rozwojowe, dlatego podmioty gospodarcze, decydujące się na zakup tych instrumentów kierują się ich rentownością. Jednak podczas realizacji inwestycji warunki gospodarowania mogą się zmienić, dlatego na rynku wtórnym następuje relokacja kapitału między różnymi podmiotami.

Spełnianie wielu wymienionych powyżej funkcji nie jest możliwe bez dostarczania przez rynek kapitałowy takich informacji jak wyceny spółek, zasady funkcjonowania rynku, zasady określania dywidend, rynkowe stopy procentowe, wahania indeksów giełdowych, kondycja finansowa emitentów<sup>25</sup>. Funkcję informacyjną zatem można analizować w dwóch aspektach: wewnętrznym oraz zewnętrznym. Aspekt wewnętrzny dotyczy zapewnienia informacji wewnątrz rynku kapitałowego, aby podmioty były w stanie podjąć jak najlepsze decyzje inwestycyjne. Natomiast aspekt zewnętrzny dotyczy funkcjonowania rynku jako całości. Ten rodzaj informacji płynie do całej gospodarki. Przykładem informacji zewnętrznej może być powszechne traktowanie rynku kapitałowego jako barometru koniunktury gospodarczej. Badania pokazują, że rynek kapitałowy, a w szczególności giełda papierów wartościowych, odzwierciedla stan zainteresowania inwestorów w podejmowanie nowych przedsięwzięć i tym

---

<sup>25</sup> G. Szustak, *Instytucjonalizacja rynku kapitałowego*, [w:] *Rynek finansowy*, I. Pyrka (red.), Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2010, s. 152.

samym odzwierciedla oczekiwania co do przyszłego stanu gospodarki<sup>26</sup>.

Na płynnym rynku kapitałowym, na którym jest zapewniona efektywność informacyjna, następuje ocena potencjalnych efektów inwestycji oraz związanego z nią ryzyka doprowadzając do rynkowej wyceny danego papieru wartościowego. Popyt i podaż określają w ten sposób jego bieżącą wartość, dzięki niemal codziennym rynkowym notowaniom. Wycena ta jest ważna dla zarządów emitentów papierów wartościowych, ponieważ informuje o koszcie pozyskania kapitału. Z kolei inwestorzy otrzymują informacje dotyczące potencjalnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W ten sposób swobodne kształtowanie się wycen papierów wartościowych zapewnia bieżącą i adekwatną wycenę spółek działających w różnych branżach. Dlatego funkcja wartościująca rynku kapitałowego jest silnie sprzężona z funkcją alokacyjną.

Z funkcją alokacyjną związana jest również funkcja stymulacyjna. Polega ona na stymulowaniu inwestycji w całej gospodarce dzięki szerokiej ofercie instrumentów finansowych o dużej płynności, którym towarzyszy wysoka wiarygodność i przejrzystość transakcji wymiany<sup>27</sup>. Pozytywny wpływ rynku kapitałowego na wzrost inwestycji potwierdzili Wendy Carlin oraz Colin Mayer badaniem empirycznym, które zostało przeprowadzone na podstawie danych z 18 gospodarek OECD<sup>28</sup>.

#### **1.1.4. Znaczenie rynku kapitałowego w gospodarce**

W literaturze przedmiotu istnieje wiele analiz pokazujących znaczenie oraz korzyści z istnienia i rozwoju rynku kapitałowego. Są one częścią szerszego nurtu badań nad wpływem systemu finansowego na gospodarkę i jej stabilność. Wyniki tych analiz nie zawsze były jednoznaczne, przez co wielu ekonomistów o nastawieniu klasycznym i keynesowskim<sup>29</sup> przekonywało, że rozwój sektora finansowego wynika ze wzrostu gospodarczego. Większość badań pokazuje jednak, że istnieje zależność w drugą stronę – rozwój rynku kapitałowego poprawia tempo wzrostu gospodarczego<sup>30</sup>. Przełomem w tej debacie była praca Roberta G. Kinga oraz Rossa Levina, które wyniki pokazały silny statystyczny związek między rozwojem

---

<sup>26</sup> A. Dmowski, *Rynek kapitału*, [w:] *Rynki finansowe*, D. Prokopowicz, A. Dmowski (red.), Difin, Warszawa 2010, s. 94.

<sup>27</sup> M. Kopyściański, *Granice ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi (MTF)*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wrocław 2013, s. 49-50.

<sup>28</sup> W. Carlin, C. Mayer, *Finance, investment, and growth*, „Journal of Financial Economics”, 2013, 69(1).

<sup>29</sup> R.E. Lucas Jr, *On the mechanics of economic development*, „Journal of monetary economics”, 1988, 22(1); J. Robinson, *The generalisation of the general theory*, [w:] *The rate of interest and other essays*, Palgrave Macmillan, J. Robinson (red.), London 1979, s. 1-76.

<sup>30</sup> T. Didier, R. Levine, R. Llovet-Montanes, S. Schmukler, *Capital market financing and firm growth*, World Bank, Washington DC 2019; A. Andriansyah, G. Messinis, *Equity markets and economic development: Does the primary market matter?*, „Economic Record”, 2014, 90.

rynku finansowego, w tym kapitałowego, a przyszłym wzrostem gospodarczym<sup>31</sup>.

Znaczenie rynku kapitałowego w gospodarce można rozpatrywać – w analogii do funkcji rynku kapitałowego – w aspekcie mikroekonomicznym oraz makroekonomicznym. Aspekt mikroekonomiczny dotyczy:

- a) rozszerzenia bazy kapitałowej dla przedsiębiorstw,
- b) zmniejszania kosztu pozyskania kapitału,
- c) zarządzania różnego rodzaju ryzykiem,
- d) pozytywnych efektów marketingowych.

Duża liczba inwestorów na rynku kapitałowym sprawia, że baza kapitałowa dla podmiotów gospodarczych jest znacznie powiększona. Pozwala to przedsiębiorstwom na łatwiejsze pozyskiwanie kapitału, zarówno własnego (w formie emisji akcji) jak i obcego (w formie emisji papierów dłużnych), niezbędnego do ich rozwoju. Dostęp do zewnętrznego kapitału jest ważny, ponieważ pozwala spółkom na znacznie szybszy rozwój.

Dla przedsiębiorstw rynek kapitałowy jest niezwykle ważny nie tylko jako źródło pozyskiwania funduszy, ale także pozwala zmniejszać koszt pozyskania kapitału z dwóch przyczyn. Po pierwsze, w wyniku pozyskiwania kapitałów własnych (emitując akcje) przedsiębiorstwa mogą istotnie zmniejszyć swoje wskaźniki zadłużenia. Po drugie, aby zniwelować asymetrię informacji na rynku, spółki muszą dostarczyć pewne informacje dla potencjalnych inwestorów, w ten sposób zmniejszając koszty transakcyjne podczas emisji papierów wartościowych.

Podmioty gospodarcze mogą wykorzystywać również rynek kapitałowy do zarządzania ryzykiem. Dostępność finansowania na lokalnych rynkach kapitałowych pozwala na lepsze zarządzanie stopami procentowymi oraz ryzykiem zapadalności, które są związane z inwestycjami długoterminowymi. Nie bez znaczenia jest fakt, że lokalna waluta poprawia zarządzanie ryzykiem inflacji oraz kursów walutowych<sup>32</sup>. Efekty marketingowe oraz wizerunkowe również mają pozytywny wpływ na przedsiębiorstwa. Wiele badań pokazuje, że spółki notowane na giełdzie są zdecydowanie wiarygodniejszym partnerem handlowym w porównaniu do przedsiębiorstw prywatnych nienotowanych na giełdach<sup>33</sup>.

W skali makroekonomicznej korzyści z funkcjonowania rynku kapitałowego są znaczne.

---

<sup>31</sup> R.G. King, R. Levine, *Finance and growth: Schumpeter might be right*, „The Quarterly Journal of Economics”, 1993, 108(3).

<sup>32</sup> A.C. Silva, A. Nerlich, *Listing state-owned enterprises in emerging and developing economies: Lessons learned from 30 years of success and failure*, World Bank 2021, s. 5.

<sup>33</sup> I. Sroka, *Unia Rynków Kapitałowych – wpływ na rynek kapitałowy w Polsce*, [w:] *Rynek kapitałowy – efektywność i ryzyko*, T. Czerwińska, A. Nowak (red.), Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2016, s. 19.

Sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy przynosi duże korzyści gospodarce, szczególnie w segmentach, w których banki radzą sobie stosunkowo gorzej. Dlatego w aspekcie makroekonomicznym dobrze funkcjonujący rynek kapitałowy może zapewnić gospodarce:

- a) lepszą alokację kapitału,
- b) wzrost innowacyjności gospodarki,
- c) wzrost stabilności finansowej,
- d) łatwiejsze prowadzenie polityki gospodarczej.

Jedną z podstawowych korzyści gospodarczych z rozwiniętego rynku kapitałowego to poprawa alokacji kapitału. Podmioty gospodarcze przy dokonywaniu inwestycji kierują się osiągnięciem jak największego zysku. Oznacza to, że przy wyborze inwestycji polegają na wielu informacjach dotyczących całej gospodarki, branży czy sytuacji danej firmy. W ten sposób alokują swój kapitał do najbardziej perspektywicznych podmiotów, które równocześnie mogą przynieść gospodarce potencjalnie najwięcej korzyści. Według Raghurama G. Rajana oraz Luigiego Zingalesa rozwinięty rynek kapitałowy jest dużo efektywniejszy w alokacji kapitału niż banki. Ekonomisci jako przyczynę wskazują to, że banki dokonując decyzji co do finansowania przedsiębiorstw mogą często tłumić sygnały pochodzące z rynku, powodując tym samym suboptymalną alokację zasobów<sup>34</sup>.

Efektywniejsza alokacja kapitału na rynku kapitałowym przyczynia się także do wzrostu innowacyjności ze względu na dużą skłonność do ryzyka wykazywaną przez inwestorów. W systemie kontynentalnym banki same decydują o dopuszczalnym poziomie ryzyka w inwestycji. Zazwyczaj preferują firmy bardziej ustabilizowane, które dają pewien stopień gwarancji spłaty kredytu i posiadają aktywa, które mogą pełnić rolę zastawów. W ten sposób środki kierowane są do firm mniej innowacyjnych przynoszących mniejsze długoterminowe stopy zwrotu<sup>35</sup>. Natomiast w systemie opartym na finansowaniu pochodzącym z rynku kapitałowego duża liczba inwestorów o różnych preferencjach co do ryzyka sprawia, że łatwiej jest pozyskać finansowanie innowacyjnym firmom. Inwestycje te charakteryzują się wyższym ryzykiem, ale jednocześnie tworzą szansę na wyższą stopę zwrotu<sup>36</sup>.

Konsekwencje zastosowania tych dwóch systemów można zauważyć na przykładzie większości krajów UE, gdzie występuje system finansowania zdominowany przez banki oraz na przykładzie Stanów Zjednoczonych, gdzie finansowanie gospodarki w głównej mierze

---

<sup>34</sup> R.G. Rajan, L. Zingales, *Which capitalism? Lessons from the east Asian crisis*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2005, 11(3).

<sup>35</sup> A. Sławiński, A. Chmielewska, *Zrozumieć rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2017, s. 53.

<sup>36</sup> M. Wrzesiński, O. Mikołajczyk, K. Melnarowicz, *Istota, funkcje...*, op. cit., s. 383.

odbywa się przez rynek kapitałowy. Przedsiębiorstwa ze Stanów Zjednoczonych zdecydowanie dominują nad podmiotami z UE swoją innowacyjnością i dynamiką w kluczowych obecnie, choć związanych z większym ryzykiem sektorach gospodarki, takich jak biotechnologia, IT, czy też sztuczna inteligencja<sup>37</sup>.

Rynek kapitałowy może także przyczynić się do wzrostu stabilności finansowej. Jak zauważa Claudio Borio, akcja kredytowa banków jest procykliczna, więc w okresie pogorszenia koniunktury banki zazwyczaj ją ograniczają<sup>38</sup>. Rynek kapitałowy również podlega wahaniom koniunktury, jednak nawet w okresie jej pogorszenia, łatwiej pozyskać jest środki z rynku kapitałowego, ze względu na różnorodne preferencje inwestorów co do ryzyka. W efekcie finansowanie ze strony rynku kapitałowego jest substytutem kredytów bankowych, tym samym oferując więcej możliwości w dopasowaniu terminów zapadalności emitowanych papierów wartościowych<sup>39</sup>. Taką sytuację można było zaobserwować np. w czasie i po kryzysie finansowym w 2008 roku. Wyniki badania Bo Beckera oraz Victorii Ivashiny pokazały, że w gospodarkach rozwiniętych przedsiębiorstwa generalnie zastępowały kredyty bankowe finansowaniem ze strony rynku obligacji<sup>40</sup>.

Dobrze funkcjonujący rynek kapitałowy może również ułatwić prowadzenie polityki gospodarczej. Rozwój rynku kapitałowego, szczególnie płynnych rynków papierów wartościowych, poprawia transmisję polityki monetarnej banku centralnego<sup>41</sup>, a rządy w łatwiejszy sposób mogą pozyskiwać środki finansowe dzięki emisjom obligacji skarbowych, pozwalając tym samym na łatwiejszą realizację polityki budżetowej<sup>42</sup>. Rynek kapitałowy odgrywa również ważną rolę w polityce właścicielskiej państwa. Za pomocą giełd papierów wartościowych rządy mogą prywatyzować przedsiębiorstwa, a także przeprowadzać częściowe nacjonalizacje, motywowane nowym paradygmatem w polityce gospodarczej, jak i ratunkiem upadających przedsiębiorstw<sup>43</sup>. Natomiast poprzez rynek instrumentów dłużnych rządy są w stanie skupować od przedsiębiorstw obligacje lub stosować konwersję długu przedsiębiorstw na akcje.

---

<sup>37</sup> Ibidem.

<sup>38</sup> C. Borio, *The Financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, „BIS Working Papers”, Basel 2012, 395.

<sup>39</sup> L. Laeven, F. Valencia, *Systemic banking crises revisited*, „IMF Working Paper” 18/206, International Monetary Fund, Washington DC, 2018.

<sup>40</sup> B. Becker, V. Ivashina, *Cyclical credit supply: firm level evidence*, „Journal of Monetary Economics”, 2014, 62.

<sup>41</sup> M. Narayanaswamy, C. Blitzer, A. Carvajal, *The importance of local capital markets for financing development*, „International Finance Corporation”, 2017, (28).

<sup>42</sup> M. Wrzeński, O. Mikołajczyk, K. Melnarowicz, *Istota, funkcje...*, op. cit., s. 392.

<sup>43</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises in the global economy*, London: Routledge 2022, s. 274.

Rynek kapitałowy ma pozytywny wpływ na procesy gospodarcze, jednak należy również pamiętać, że w zależności od okoliczności może powodować pewne zaburzenia w gospodarce. Jest to o tyle istotne, że w ostatnich dekadach dynamiczny rozwój rynku kapitałowego spowodował, że jego zakres i wielkość w relacji do realnej gospodarki wyraźnie wzrosły. Według danych Banku Światowego, na koniec 2020 roku relacja sumy kapitalizacji spółek giełdowych w stosunku do światowego PKB wynosiła ponad 130% i była najwyższa w historii<sup>44</sup>. Alexander Popov w swojej przeglądowej pracy zauważa, że wielu ekonomistów w wynikach badań wskazuje, że nadmierny rozrost rynku finansowego nie powoduje dalszego wzrostu dochodu narodowego, a nawet może go zmniejszać<sup>45</sup>. Znaczący wzrost roli rynku kapitałowego względem sfery realnej, a także jego rosnący wpływ na politykę rządu i życie społeczne określane jest przez ekonomistów mianem finansyzacji gospodarki<sup>46</sup>.

Jednym z efektów finansyzacji może być nadmierna skłonność podmiotów gospodarczych do zadłużania się, która wynika z łatwo dostępnego i taniego kapitału. Kolejnym negatywnym efektem jest przechwytywanie nadmiernej nadwyżki finansowej przez sektor finansowy, wskutek czego przedsiębiorstwa mogą wolniej się rozwijać, spowalniając tym samym wzrost gospodarczy. Bardzo duża liczba oferowanych instrumentów finansowych oraz inżynieria finansowa powodują, że trudniej jest wybrać optymalną formę pozyskiwania kapitału oraz lokowania oszczędności<sup>47</sup>.

Negatywny wpływ finansyzacji niewątpliwie pokazał kryzys finansowy z pierwszej dekady XXI wieku, który następnie ewoluował w jeden z największych kryzysów gospodarczych. Zagrożenia te pokazują, że problemy na rynku kapitałowym mogą być bardzo kosztowne dla gospodarki wszystkich krajów. Z tego względu państwo ma do spełnienia wiele ważnych funkcji na rynku kapitałowym. Prawdopodobnie najpowszechniejszą z nich jest funkcja regulacyjna, jednak jak wspomniałem wcześniej, państwo nie tylko reguluje rynek kapitałowy, ale jest także jego uczestnikiem jako emitent obligacji oraz akcjonariusz spółek notowanych na giełdach.

---

<sup>44</sup> World Bank Database, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (dostęp: 08.09.2022).

<sup>45</sup> A. Popov, *Evidence on finance and economic growth*, [w:] *Handbook of finance and development*, T. Beck, R. Levine (red.), Edward Elgar Publishing, Northampton 2018, s. XX.

<sup>46</sup> E. Gostomski, *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „International Business”, 2014, (33).

<sup>47</sup> Ibidem.

## 1.2. Role państwa na rynku kapitałowym

### 1.2.1. Regulacyjna rola państwa

#### 1.2.1.1. Uwagi wprowadzające

Rynek kapitałowy, jak każdy mechanizm rynkowy, cechuje się określonymi zawodnościami, które mogą powodować zaburzenia w jego funkcjonowaniu oraz wpływać na efektywność alokacji zasobów. Z tego powodu problemy pojawiające się na rynku kapitałowym mają duże znaczenie dla całej aktywności gospodarczej. Wyrazistym tego przykładem był globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 roku na rynku kapitałowym w Stanach Zjednoczonych. Efekt zarażania (*contagion effect*), polegający na rozprzestrzenianiu się kryzysów na inne kraje, sprawił, że jego konsekwencje były odczuwalne również w gospodarce realnej niemal na całym świecie<sup>48</sup>.

W celu ograniczenia negatywnych skutków zaburzeń powstających na rynku kapitałowym, a tym samym zwiększenia stabilności mikroekonomicznej oraz makroekonomicznej, państwa stosują różnorodne regulacje rynku kapitałowego. Na początku opiszę, dlaczego rynek kapitałowy podlega regulacjom, czyli zaprezentuję, jakie są źródła oraz na czym polegają zawodności powstające na tym rynku. Przybliżę także ryzyka powstające poprzez niedoskonałości rynku kapitałowego. Następnie przedstawię, czym dokładnie są regulacje państwowe oraz jakie są ich zadania, po czym zaprezentuję teoretyczne podejście do regulacji oraz podejście praktyczne, czyli metody regulacji. Na koniec pokażę problem egzekwowania regulacji oraz spór ekonomistów co do ich skuteczności.

#### 1.2.1.2. Zawodności na rynku kapitałowym i ryzyka z nim związane

Jak już wspomniałem, rynek z natury nie jest doskonały i cechuje się pewnymi zawodnościami. Wśród przyczyn zawodności rynku wyróżnia się: niedoskonałość informacji, niekompletność rynków, zawodność konkurencji, istnienie dóbr publicznych, występowanie efektów zewnętrznych<sup>49</sup>. Zawodności na rynku kapitałowym pojawiają się głównie z dwóch pierwszych przyczyn, dlatego zostaną one dokładniej przeanalizowane poniżej.

Niedoskonałość informacji oznacza, że ilość dostępnej informacji na rynku lub jej jakość może być niewystarczająca do podjęcia optymalnej decyzji gospodarczej. Natomiast niekompletność rynku to sytuacja, w której prywatne rynki nie dostarczają danego dobra lub usługi, mimo że koszt jego wytworzenia jest mniejszy niż cena, którą nabywcy są skłonni za

---

<sup>48</sup> S. Wyciślak, *Efekt zarażania w mechanizmie rozprzestrzeniania się kryzysu*, „Ekonomista”, 2012, (2).

<sup>49</sup> J.E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, rozdz. 4.

nie zapłacić. Obie wymienione zawodności dotyczą rynku kapitałowego i mają wspólne źródło, czyli brak lub asymetrię informacji. Asymetria informacji to sytuacja, w której osoby lub grupy osób posiadają niejednakowy zasób wiedzy na temat danego produktu lub usługi, mogący powodować pokusę nadużycia (*moral hazard*) oraz zjawisko selekcji negatywnej (*adverse selection*). Pokusa nadużycia polega na tym, że podmiot, który posiada więcej informacji o przedmiocie transakcji, może manipulować drugim uczestnikiem transakcji poprzez zatajenie niektórych informacji. Na rynku kapitałowym zjawisko to przejawia się tym, że emitenci papierów wartościowych mogą nie udostępniać informacji, które wpłynęłyby na decyzję inwestycyjną podmiotów. Konsekwencją tego zjawiska może być ograniczony napływ kapitału i brak finansowania inwestycji.

Zjawisko selekcji negatywnej zostało opisane w ekonomii przez Georga A. Akerlofa i polega na wypieraniu z rynku dobra lepszego przez dobro gorsze<sup>50</sup>. Na rynku kapitałowym zjawisko to przejawia się w tym, że inwestorzy – z powodu posiadania niedostatecznej informacji – nie są w stanie w pełni zweryfikować jakości papierów wartościowych. W konsekwencji „dobrzy emitenci” muszą sprzedawać swoje walory po niższej cenie niż są warte, a „słabi emitenci” mogą je sprzedawać po relatywnie wyższej cenie, niż są warte w rzeczywistości. Efektem tego zjawiska jest zniechęcanie „dobrych” spółek do emisji instrumentów finansowych oraz przyciąganie kapitału do słabszych projektów<sup>51</sup>. Dodatkowo, jak zauważają Joseph E. Stiglitz oraz Hla Myint, w krajach rozwijających się taka sytuacja jest potęgowana przez słabość instytucjonalną oraz organizacyjną, które powodują większą niepewność przy dokonywaniu inwestycji<sup>52</sup>.

W konsekwencji powyżej opisanych zawodności rynku mogą powstawać ryzyka, które negatywnie wpływają na rozwój rynku kapitałowego. Pierwszym z nich jest nieuzyskanie właściwej informacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Można je załagodzić np. poprzez wprowadzanie obowiązku publikowania pewnych informacji przez uczestników rynku kapitałowego. Drugie ryzyko dotyczy utraty powierzonego kapitału, a trzecie ryzyko odnosi się do nieodpowiedniego zarządzania powierzonym kapitałem. Dotyczy ono podmiotów, którym inwestorzy dostarczyli swój kapitał i które mogą go nieoptymalnie wykorzystać, przynosząc straty. W celu ograniczenia ryzyka drugiego i trzeciego wprowadzane są np. gwarancje praw kontrolnych w spółkach czy też ustanowienie odpowiednich procedur podczas emisji papierów

---

<sup>50</sup> G. Akerlof, *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, „Quarterly Journal of Economics”, 1970, (84).

<sup>51</sup> World Bank, *Capital markets development: a primer for policymakers*, Washington 2020, s. 17.

<sup>52</sup> H. Myint, *Organizational dualism and economic development*, „Asian Development Review”, 1985, 3(1); J.E. Stiglitz, *Markets, market failures, and development*, „The American Economic Review”, 1989, 79(2).

wartościowych. Ostatnim rodzajem ryzyka jest narzucanie niewłaściwych warunków umowy. W przypadku rynku kapitałowego może być ono łagodzone poprzez specjalny nadzór nad zawieranymi transakcjami<sup>53</sup>.

Wyżej wymienione ryzyka występujące na poziomie mikroekonomicznym mogą mieć makroekonomiczne konsekwencje, a więc mogą wpływać na gospodarkę krajową lub nawet światową. Zawodność rynku kapitałowego determinuje poziom podaży, jak i popytu na kapitał. Według Tibora Scitovskiego inwestorzy mogą subiektywnie postrzegać ryzyko na zdecydowanie wyższym poziomie niż jest w rzeczywistości, doprowadzając tym samym do ograniczenia napływu kapitału na rynek i braku finansowania społecznie pożądanych inwestycji<sup>54</sup>. Dotyczy to również przedsiębiorstw, które podczas oceny inwestycji długoterminowej mogą zbyt mocno zdyskontować ryzyko i w konsekwencji zrezygnować z jej realizacji. Połączenie ryzyka inwestora oraz emitenta na rynku kapitałowym może w konsekwencji doprowadzić do sytuacji, w której rynek kapitałowy nie spełnia swoich funkcji, powodując niedoinwestowanie lub destabilizację gospodarki<sup>55</sup>.

#### 1.2.1.3. Regulacje rynku kapitałowego

W celu ograniczenia występowania opisanych powyżej skutków zawodności rynkowych państwa stosują regulacje rynku kapitałowego. W ostatnich latach można zauważyć trend, który charakteryzuje się wzrostem liczby regulacji na rynku kapitałowym, co spotkało się z aprobatą wielu ekonomistów, z Robertem Schillerem oraz Josephem Stiglitzem na czele<sup>56</sup>. Na wzrost roli regulacji na rynku kapitałowym, wskazuje jedna z ostatnich analiz Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>57</sup>. Wynika z niej, że rola regulacji wzrosła szczególnie mocno po kryzysie finansowym z pierwszej dekady XXI wieku.

Ana Carvajal oraz Jennifer Elliot zwracają uwagę, że na regulacje rynku kapitałowego składają się uregulowania publicznych emitentów papierów wartościowych, rynków wtórnych, produktów zarządzania aktywami i pośredników rynkowych. Mają one na celu rozwiązanie problemu asymetrii informacji między emitentami a inwestorami, klientami a pośrednikami finansowymi oraz między kontrahentami transakcji, a także zapewnienie sprawnego funkcjonowania mechanizmów obrotu oraz rozliczeń i rozrachunków, które zapobiegają

---

<sup>53</sup> A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 1-3.

<sup>54</sup> T. Scitovsky, *Two concepts of external economies*, „Journal of Political Economy”, 1954, 62(2).

<sup>55</sup> S.M. Schaffaedin, *Who is the Master? Who is the Servant? Market or government? An alternative approach: towards a coordination system*, „UNCTAD Discussion Paper”, 2004, No. 1975, s. 9.

<sup>56</sup> R. J. Shiller, *Irrational...*, op. cit.; J.E. Stiglitz, *Capital market liberalization, economic growth, and instability*, „World Development”, 2000, 28(6).

<sup>57</sup> C. Cuervo, J. Long, R. Stobo, *Strengthening capital markets – national progress and gaps*, IMF Departmental Paper 2022/012, International Monetary Fund, 2022, s. 1.

zakłóceniom na rynku i wzmocnią zaufanie inwestorów<sup>58</sup>.

Do głównych zadań regulacji można zaliczyć ochronę inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, zapewnienie swobody przepływu kapitału, swobody dostępu do rynku kapitałowego oraz minimalizowanie kosztów i przeszkód transakcyjnych. Dodatkowo regulacje rynku kapitałowego powinny wzmocniać i uzupełniać rynek, minimalizując ryzyko systemowe oraz zapewniając konkurencję i efektywność rynków.

W teorii istnieją trzy podejścia do uregulowania rynku kapitałowego. Pierwsze z nich mówi, że optymalną polityką rządu byłoby pozostawienie rynku bez regulacji. Zakłada ona idee samoregulacji, której zwolennikiem był George Stigler<sup>59</sup>. W tym przypadku emitenci mają motywację do ujawniania informacji, ponieważ w przeciwnym razie inwestorzy mogą zakładać, że sytuacja spółki jest niekorzystna. Według tej teorii regulacja rynków kapitałowych jest neutralna lub nawet szkodliwa dla jego funkcjonowania, jeśli podnosi koszty zawierania transakcji i zachęca do politycznej ingerencji państwa<sup>60</sup>.

W ramach drugiej teorii zadaniem rządu jest ujednolicenie zawieranych kontraktów na rynku kapitałowym w celu poprawy działania mechanizmu rynkowego i ułatwienia prowadzenia negocjacji oraz sporów sądowych. Standaryzacja może obejmować ujawnienie określonych informacji oraz określanie odpowiedzialności emitentów, oraz pośredników podczas transakcji. W ten sposób regulacje mogą zmniejszyć niepewność na rynkach<sup>61</sup>.

Trzecia teoria zakłada, że samoregulacja spółek, obowiązki informacyjne oraz inne zachęty mogą być niewystarczające do prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. W celu wsparcia jego działania niezbędny jest organ nadzoru, który mógłby interweniować zarówno *ex ante*, poprzez wyjaśnianie obowiązków uczestników rynku kapitałowego jak i stanowienie zasad, oraz *ex post*, nakładając kary na podmioty. Organ ten powinien być niezależny, aby ograniczyć ingerencję polityczną w jego funkcjonowanie, co jest najkorzystniejsze dla rozwoju rynku kapitałowego<sup>62</sup>.

Jak wskazałem wcześniej, wyzwaniem dla ram regulacyjnych jest zwiększenie stabilności rynku kapitałowego oraz ochrona „słabszej” strony transakcji. Ułatwić to może odpowiedni

---

<sup>58</sup> A. Carvajal, J.E. Elliott, *Strengths and weaknesses in securities market regulation: A global analysis*, IMF Working Paper, 2007, s. 4.

<sup>59</sup> G. Stigler, *Public regulation of the securities market*, „Journal of Business”, 1964, (37); R. Coase, *The problem of social cost*, „Journal of Law and Economics”, 1960, (3).

<sup>60</sup> J. Macey, *Administrative agency obsolescence and interest group formation: A case study of the SEC at sixty*, „Cardozo Law Review”, 1994, (15); R. Romano, *The need for competition in international securities regulation*, „Theoretical Inquiries in Law”, 2001, 2(2).

<sup>61</sup> B. Black, R. Kraakman, *A self-enforcing model of corporate law*, „Harvard Law Review”, 1996, (109); E. Glaeser, A. Shleifer, *The rise of the regulatory state*, „Journal of Economic Literature”, 2003, 41(2).

<sup>62</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *What works in securities laws?*, „The Journal of Finance”, 2006, 61(1).

dobór metod regulacji. W literaturze wymienia się trzy metody regulacji rynku kapitałowego: cywilnoprawną, administracyjnoprawną oraz prawnokarną<sup>63</sup>.

Metoda cywilnoprawna polega na tworzeniu regulacji kontraktowych, w których ryzyko przenoszone jest z drobnych inwestorów na inwestorów instytucjonalnych. Przykładem takiej regulacji może być np. domniemanie winy za podanie nieprawdziwej informacji w dokumencie emisyjnym. Metoda ta polega również na wprowadzaniu kar za niedotrzymanie obowiązków wynikających z prawa rynku kapitałowego. Przykładem może być brak możliwości wykonania praw głosu z akcji nabytych z naruszeniem przepisów.

Druga metoda – administracyjnoprawna – polega na wykorzystaniu organów administracji publicznej, których celem jest zabezpieczenie i ochrona interesu publicznego. Państwo poprzez organy administracyjne wpływa na rynek kapitałowy, wydając zezwolenia np. na działalność maklerską lub utworzenie funduszu inwestycyjnego.

Kolejna metoda – prawnokarna – bazuje na trzech aspektach. Pierwszy z nich dotyczy stworzenia katalogu działań objętych sankcją karną. Drugim aspektem jest ustanowienie wysokich kar pieniężnych za popełnione czyny. Takie kary mają formę prewencyjną i zniechęcają do popełnienia wykroczeń. Trzecim aspektem jest traktowanie przestępstw na rynku kapitałowym jako przestępstw formalnych, czyli przestępstw, które są penalizowane niezależnie czy została poczyniona szkoda<sup>64</sup>.

#### 1.2.1.4. Wpływ regulacji i ich egzekwowania na rynek kapitałowy

Spór wśród ekonomistów na temat wpływu regulacji na rynek kapitałowy trwa od dawna, jednak nie został rozstrzygnięty w badaniach empirycznych<sup>65</sup>. Pomimo że nadmierne obciążenia regulacyjne (*regulatory burden*) mogą spowalniać rozwój rynku kapitałowego<sup>66</sup>, to powszechnie uważa się jednak, że pewien poziom regulacji jest niezbędny, a regulacje są jednym z czynników sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego. Przykładem badania, które potwierdza pozytywny wpływ regulacji na rynek kapitałowy, jest analiza przeprowadzona na podstawie danych z 49 państw, przez Rafaela la Porte, Florencio Lopez de Silanesa i Andreia Shleifera. Autorzy wykazują, że rynki finansowe mogą się nie rozwijać, gdy pozostawi się je wyłącznie mechanizmowi rynkowemu. Wyniki badania wskazują również, że regulacje

---

<sup>63</sup> A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, op. cit., s. 2.

<sup>64</sup> Ibidem.

<sup>65</sup> F. Easterbrook, D. Fischel, *Mandatory disclosure and the protection of investors*, „Virginia Law Review”, 1984, (70); L. Zingales, *The future of securities regulation*, „Journal of Accounting Research”, 2009, 47(2); C. Leuz, P. Wysocki, *The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research*, „Journal of Accounting Research”, 2016, (54).

<sup>66</sup> M. Ewens, K. Xiao, T. Xu, *Regulatory costs of being public: Evidence from bunching estimation*, „Journal of Financial Economics”, 2024, (153).

ułatwiają zawieranie transakcji między uczestnikami rynku<sup>67</sup>. Kolejne badanie Hansa B. Christensena i współpracowników pokazało natomiast, że implementacja unijnej dyrektywy dotyczącej wzmocnienia regulacji na rynku kapitałowym przez kraje wspólnoty poprawiła płynność na rynku oraz zmniejszyła koszt pozyskania kapitału<sup>68</sup>. Podobne wnioski można wyciągnąć z wyników badania Holgera Daske i współpracowników, które dotyczyło przyjęcia jednolitych standardów sprawozdawczości wśród największych spółek w 26 krajach. Wyniki pokazały również, że w wyniku zastosowania regulacji wzrosła płynność rynku oraz spadł koszt kapitału własnego<sup>69</sup>.

Samo wprowadzenie regulacji, co odbywa się zwykle poprzez przyjęcie odpowiedniego aktu prawnego, jest jednak niewystarczające do prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, ponieważ kluczowe jest egzekwowanie prawa. Jak wskazują Howell E. Jackson oraz Jeffrey Y. Zhang, wyższy poziom egzekwowania regulacji rynku kapitałowego jest pozytywnie skorelowany z jego rozwojem<sup>70</sup>. Natomiast – generalnie – wysoki poziom egzekwowania regulacji jest związany z właściwym rozwojem instytucjonalnym gospodarki, ponieważ silne instytucje gospodarcze są kluczowe przy tworzeniu i prawidłowym funkcjonowaniu regulacji. Ramy instytucjonalne chroniące prawa inwestorów i wierzycieli obejmują odpowiednie mechanizmy egzekwowania umów oraz praworządności. Na rynkach obligacji ich posiadacze mają prawo domagać się zabezpieczenia w przypadku upadłości firm. Na rynkach akcji zaś, co jest szczególnie istotne w kontekście niniejszej rozprawy, ramy instytucjonalne związane są z pojęciem *corporate governance*, które szczególnie dotyczy prawa akcjonariuszy do sprawowania władztwa korporacyjnego oraz braku dyskryminacji akcjonariuszy mniejszościowych<sup>71</sup>. Niższy poziom rozwoju instytucjonalnego w kraju może powodować słabszą ochronę akcjonariuszy mniejszościowych, również w spółkach giełdowych kontrolowanych przez państwo. Dobrym przykładem są spółki kontrolowane przez Skarb Państwa w Polsce. W wielu z nich specjalne zapisy w statutach spółek sprawiają, że akcjonariusze mniejszościowi mają ograniczony wpływ na ich zarządzanie<sup>72</sup>.

---

<sup>67</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *What works....*, op. cit.

<sup>68</sup> H.B. Christensen, L. Hail, Ch. Leuz, *Capital-market...*, op. cit.

<sup>69</sup> H. Daske, L. Hail, C. Leuz, R. Verdi, *Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences*, „Journal of Accounting Research”, 2008, 46(5).

<sup>70</sup> H.E. Jackson, J. Zhang, *Private and public enforcement of securities regulation*, [w:] *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon, W. Ringe (red.), Oxford Publishing, Oxford 2018.

<sup>71</sup> L. Rojas-Suarez, *Towards strong and stable capital markets in emerging market economies*, BIS Paper, 2014, s. 17.

<sup>72</sup> M. Bałtowski, *Wielej władzy niż własności – Skarb Państwa jako szczególny inwestor na GPW w Warszawie*, „Studia Ekonomiczne”, 2017, (1).

## 1.2.2. Interwencyjna rola państwa

### 1.2.2.1. Uwagi wstępne

Jak zostało pokazane powyżej, funkcja regulacyjna państwa na rynku kapitałowym ma za zadanie zapewnienie jego prawidłowego funkcjonowania i bezpieczeństwa, ograniczając ryzyko mikroekonomiczne oraz makroekonomiczne. Regulacje jednak nie zawsze są w stanie zapewnić ochronę rynku kapitałowego od pewnych wstrząsów, które mogą zagrozić stabilności finansowej systemu gospodarczego. Zaburzenia te mogą mieć różne przyczyny: niedostateczne lub źle zaprojektowane regulacje, rozwój nowych instrumentów finansowych o wysokim ryzyku, niewłaściwa polityka gospodarcza czy też pojawienie się tzw. czarnych łabędzi, czyli zjawisk, które trudno jest przewidzieć, a które mogą doprowadzić do najróżniejszych negatywnych skutków dla gospodarki. Po wystąpieniu takich wstrząsów państwo zwykle musi dokonać interwencji, która pomoże ustabilizować sytuację na rynku kapitałowym, czy też umożliwić rozwiązanie sytuacji mechanizmowi rynkowemu. W tej części opracowania opiszę rodzaje interwencji państwa, ze szczególnym uwzględnieniem interwencji na rynku akcji, a następnie przedstawię wyniki badań, które prezentują ich skutki.

### 1.2.2.2. Rodzaje interwencji

Wraz z rozwojem rynków kapitałowych, a tym samym wzrostem wzajemnych powiązań między nimi a gospodarką, państwo zaczęło również interweniować na rynkach kapitałowych, przede wszystkim, aby je ustabilizować i nie dopuścić do przeniesienia wstrząsów do gospodarki realnej. Można wyróżnić trzy rodzaje takich interwencji:

- a) ratunkowe nacjonalizacje i wsparcia finansowe<sup>73</sup>,
- b) interwencje stabilizujące rynek,
- c) luzowanie i zacieśnianie ilościowe.

Z punktu widzenia tematu niniejszej rozprawy największe znaczenie mają dwie pierwsze interwencje, dlatego zostaną przedstawione bardziej szczegółowo.

Pierwszym sposobem interwencji są ratunkowe nacjonalizacje przedsiębiorstw oraz wsparcia finansowe<sup>74</sup>. Różnica między nimi polega na tym, że wsparcia finansowe są szerszym pojęciem, ponieważ mogą obejmować dokapitalizowanie spółki przez udzielenie kredytu, natomiast ratunkowe nacjonalizacje obejmują przejęcie całościowe lub częściowe – w sensie własnościowym – danego podmiotu. Przyczyną takich interwencji jest zazwyczaj trudna

---

<sup>73</sup> Zamienne pojęcie do „wsparcia finansowego” to „*bailout*”.

<sup>74</sup> E. Crivelli, K. Staal, *Nationalizations, bailouts and efficiency*, „Journal of Economic Policy Reform”, 2020, 23(2).

sytuacja finansowa podmiotu gospodarczego, która zagraża jego dalszemu istnieniu. W przypadku bankructwa dużego, ważnego systemowo podmiotu negatywne efekty zewnętrzne w postaci kosztów społecznych i gospodarczych mogą być bardzo znaczące. W tym aspekcie tego rodzaju podmioty określa się niekiedy w literaturze jako zbyt duże, by upaść (*to big to fail*)<sup>75</sup>.

Ratunkowe nacjonalizacje tego rodzaju przedsiębiorstw odbywały się w wielu krajach od dawna. Już ponad 100 lat temu w Brazylii czy Rosji, a następnie po wielkim kryzysie lat 30. XX wieku w szeregu krajów Europy, w latach 80. XX wieku w Norwegii. Ostatnie tego typu zdarzenia miały miejsce podczas globalnego kryzysu finansowego z pierwszej dekady XXI wieku i obejmowały zarówno podmioty sektora finansowego (jak np. *Bank of Scotland*), jak i przemysłowego (np. *General Motors*). Po takiej interwencji państwa, następnie często dochodzi do restrukturyzacji podmiotu. Skuteczne przeprowadzenie restrukturyzacji może warunkować odsprzedaż udziałów przez państwo. Taką prawidłowość można było zauważyć w latach pokryzysowych pod koniec pierwszej i na początku drugiej dekady XX wieku, kiedy np. w Stanach Zjednoczonych doszło do kilku ponownych prywatyzacji znacjonalizowanych wcześniej przedsiębiorstw<sup>76</sup>.

Ratunkowe nacjonalizacje są niezwykle ważne w kontekście niniejszej rozprawy doktorskiej, ponieważ taka ingerencja państwa jest jednym z czynników wzrostu liczby spółek kontrolowanych przez państwo na giełdach papierów wartościowych. W ostatnim czasie najczęściej dochodziło do nich, aby łagodzić skutki kryzysu finansowego, który wystąpił pod koniec pierwszej dekady XXI wieku. Przykładem takich nacjonalizacji było przejęcie przez państwo amerykańskie udziałów w firmach motoryzacyjnych *General Motors* oraz *Chrysler* w 2009 roku, na które przeznaczono 49,5 mld dolarów pochodzących z funduszu TARP (*Trouble Asset Relief Program*). Podobne interwencje były przeprowadzane podczas kryzysu wywołanego pandemią COVID-19 oraz kryzysu energetycznego w 2022 roku, podczas którego m.in. znacjonalizowano jedno z największych niemieckich przedsiębiorstw energetycznych *Uniper SE*.

Interwencje stabilizujące rynek są drugim rodzajem interwencji państwa na rynku kapitałowym. Polegają one na masowym zakupie papierów wartościowych w ramach ograniczonej liczby klas aktywów, które przeprowadzane są w celu zachowania stabilności finansowej i zatrzymaniu paniki na rynku finansowym. Takie interwencje są zazwyczaj stosunkowo duże i szybko przeprowadzane, dzięki czemu odwracają trend na rynku. Jej

---

<sup>75</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., r. 3-4.

<sup>76</sup> Ibidem, r. 3-4.

przykładem jest zakup akcji oraz kontraktów terminowych przez państwową agencję *Hongkong Monetary Authority* (HKMA) w 1998 roku. Przyczyną tej interwencji były spekulacje funduszy hedgingowych<sup>77</sup>, które były źródłem gwałtownego spadku cen akcji oraz instrumentów pochodnych na lokalnym rynku zagrażając tym samym stabilności całego systemu finansowego<sup>78</sup>. W wyniku interwencji HKMA posiadało około 7% akcji spółek notowanych na giełdzie w Hongkongu. Tak duże interwencje powodują, że wycofanie się z inwestycji jest trudne ze względu na możliwość spowodowania spadku cen aktywów, dlatego muszą być one dobrze zaplanowane.

Różnica między interwencją stabilizującą rynek a ratunkowymi nacjonalizacjami polega na tym, że te drugie dotyczą określonych podmiotów, które mają najczęściej problemy finansowe i mogą wiązać się z przejęciem kontroli korporacyjnej nad danym podmiotem. Natomiast interwencje stabilizujące rynek dotyczą zakupu określonych instrumentów finansowych, bez szczególnej uwagi na podmiot i z reguły nie wiążą się z przejęciem nad nim kontroli korporacyjnej.

Trzecim rodzajem interwencji jest luzowanie ilościowe (*quantitative easing*). Jest to stosunkowo nowy instrument interwencji państwa na rynku kapitałowym, ponieważ pierwszy raz został zastosowany przez bank centralny Japonii na początku XXI wieku. Istotą tego rodzaju interwencji jest skupowanie przez bank centralny aktywów krótko- lub długoterminowych, a jej celem jest zwiększenie płynności aktywów oraz obniżenie poziomu stóp procentowych. Wykonywane operacje mogą mieć charakter zamknięty (ogłoszona kwota oraz termin zakończenia) lub otwarty (operacje przeprowadzane są do odwołania). Jest to niestandardowy instrument polityki monetarnej, ponieważ skala interwencji jest bardzo duża oraz przeprowadzone operacje mogą wpływać pozytywnie na jedną grupę podmiotów, ale na inną już negatywnie. Luzowanie ilościowe ma bardzo duży wpływ na ceny aktywów ze względu na to, że nabywca (bank centralny) jest niewrażliwy na ich cenę, tzn. skupuje duże ilości papierów wartościowych bez względu na ich cenę. Transakcją przeciwną do luzowania ilościowego jest zacieśnianie ilościowe (*quantitative tightening*), które polega na sprzedawaniu aktywów przez bank centralny, przez co zmniejsza się jego bilans<sup>79</sup>.

---

<sup>77</sup> Fundusze hedgingowe to fundusze inwestycyjne, które nastawione są na osiągnięcie wysokich stóp zwrotu, stosujące różnorodne ryzykowne strategie, takie jak dźwignia finansowa, krótka sprzedaż i arbitraż.

<sup>78</sup> Transkrypcja przemówienia Joseph'a Yam'a, [https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/speeches/1998/08/speech\\_200898b/](https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/speeches/1998/08/speech_200898b/) (dostęp: 01.10.2022).

<sup>79</sup> K.M. Engemann, *What is quantitative tightening?* <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2019/july/what-is-quantitative-tightening> (dostęp: 01.10.2022).

### 1.2.2.3. Wyniki badań dotyczących skutków interwencji w literaturze

Powyżej opisane interwencje państwa mogą mieć istotny wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego w średnim oraz długim okresie. Dobrze zaprojektowane i przeprowadzone powodują powrót zaufania inwestorów oraz dają możliwość reformy rynku kapitałowego. Przykładowo, wspomniana wcześniej interwencja *Hongkong Monetary Authority* przyczyniła się do rozwoju funduszy ETF (*Exchange Traded Fund*) w Azji. Interwencje kończące się pozytywnymi skutkami mogą spowodować, że uczestnicy rynku kapitałowego będą oczekiwać kolejnych takich działań państwa. W ten sposób mogą uwzględniać w swoich decyzjach inwestycyjnych możliwość kolejnych interwencji, zwiększając tym samym pokusę nadużycia (*moral hazard*). Jak zauważył wiele lat temu Janos Kornai, oczekiwana pomoc ze strony państwa jest w stanie doprowadzać do powstania syndromu miękkiego ograniczenia budżetowego, ponieważ inwestorzy oraz emitenci mogą uważać, że w razie problemów państwo uratuje bankrutujący podmiot<sup>80</sup>. Jako częściowe potwierdzenie tego zjawiska można wskazać wyniki badań przeprowadzonych przez Anetę Hryckiewicz. Ekonomistka analizowała podejmowanie ryzyka przez banki, które były znacjonalizowane i którym udzielono gwarancji po kryzysie finansowym w 2008 roku. Wyniki badań pokazały, że podmioty te, po dokonanych interwencjach, miały większą ekspozycję na ryzyko w stosunku do innych banków<sup>81</sup>.

W kontekście kształtowania przyszłej polityki wobec różnych szoków gospodarczych ważne jest poznanie skutków interwencji. Pozytywnie na narażone sektory i na rynek kapitałowy działały już same zapowiedzi interwencji, co pokazały wyniki badania Michelle'a Fratinniego oraz Francesca Marchionne<sup>82</sup>. Natomiast Daniel Huerta wraz ze współpracownikami przeanalizowali wpływ interwencji rządowych na rynek kapitałowy w Stanach Zjednoczonych. Wyniki pokazały, że interwencję miały pozytywny wpływ, zmniejszając ryzyko i niepewność na tym rynku<sup>83</sup>.

Oszacowanie wpływu luzowania ilościowego na rynek kapitałowy jest trudne, ponieważ rynki dyskontują wszystkie dostępne informacje, dlatego decyzja o interwencji może zostać już wcześniej uwzględniona w cenach aktywów. Niemniej jednak ekonomiści podejmowali próby oszacowania tego rodzaju interwencji na rynek. Analiza Banku Anglii pokazała, że

---

<sup>80</sup> J. Kornai, *Miękkie ograniczenia budżetowe. Esej wprowadzający do tomu IV Dziel wybranych*, „Zarządzanie Publiczne”, 2014, (30).

<sup>81</sup> A. Hryckiewicz, *What do we know about the impact of government interventions in the banking sector? An assessment of various bailout programs on bank behavior*, „Journal of Banking & Finance”, 2014, 46(1).

<sup>82</sup> M. Fratianni, F. Marchionne, *The fading stock market response to announcements of bank bailouts*, „Journal of Financial Stability”, 2013, 9(1).

<sup>83</sup> D. Huerta, D. Perez-Liston, D. Jackson, *The impact of TARP bailouts on stock market volatility and investor fear*, „Banking and Finance Review”, 2011, (3).

przeprowadzenie takiej interwencji w 2010 roku pozwoliło zmniejszyć rentowność obligacji rządowych o 100 punktów bazowych<sup>84</sup>. Do podobnych wniosków doszli Arvind Krishnamurthy oraz Annette Vissing-Jorgensen, którzy analizowali interwencje prowadzone w Stanach Zjednoczonych<sup>85</sup>.

### **1.2.3. Partycypacyjna rola państwa**

#### **1.2.3.1. Uwagi wstępne**

Państwo jest uczestnikiem rynku kapitałowego także dlatego, że może wykorzystywać go do realizowania swojej polityki gospodarczej. Polityka budżetowa realizowana jest dzięki emisji papierów skarbowych, które umożliwiają zaspokajanie potrzeb finansowych państwa oraz zadłużanie się. Polityka pieniężna, realizowana za pomocą operacji otwartego rynku, polega często na obrocie obligacjami skarbowymi, dzięki którym bank centralny wpływa na poziom stóp procentowych w gospodarce. Za pomocą rynku kapitałowego realizowana jest także polityka właścicielska, ponieważ państwo jako uczestnik transakcji może sprzedawać lub nabywać udziały w spółkach giełdowych. Polityka właścicielska, szczególnie istotna w niniejszej pracy, zostanie dokładniej przedstawiona w rozdziale 2.

Realizacja polityki gospodarczej powoduje zatem, że państwo jest obecne zarówno na rynku instrumentów udziałowych, jak i dłużnych. Z punktu widzenia niniejszej rozprawy doktorskiej szczególnie istotna jest obecność państwa na rynku akcji (instrumentów udziałowych), dlatego zostanie opisana jako pierwsza. Następnie zaprezentuję uczestnictwo państwa na rynku instrumentów dłużnych.

#### **1.2.3.2. Rynek instrumentów udziałowych**

Jak wskazuje badanie Adrian de La Cruz<sup>86</sup>, sektor publiczny (rozumiany jako bezpośrednia własność rządów centralnych, samorządów lokalnych, publicznych funduszy emerytalnych, przedsiębiorstw państwowych i państwowych funduszy majątkowych) posiada ponad 14% wartości rynkowej akcji na świecie, co czyni go drugim największym rodzajem akcjonariusza, zaraz za inwestorami instytucjonalnymi.

Prywatyzacja oznacza generalnie zmniejszenie się udziałów państwa w gospodarce. W ostatnich dekadach dość powszechnie na świecie obserwuje się zjawisko częściowej

---

<sup>84</sup> M.A. Joyce, A. Lasosa, I. Stevens, M. Tong, *The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom*, „International Journal of Central Banking”, 2011, 7(3).

<sup>85</sup> A. Krishnamurthy, A. Vissing-Jorgensen, *The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy*, „National Bureau of Economic Research”, 2011, (43).

<sup>86</sup> A. de La Cruz, A. Medina, Y. Tang, *Owners of the world's listed companies*, OECD Capital Market Series, Paris 2019, s. 13.

prywatyzacji – państwo pozbywa się dużego, zwykle większościowego pakietu akcji, lecz zachowuje nadal znaczący udział we własności i związaną z tym (albo proporcjonalnie większą) możliwość kontrolowania takiej formalnie prywatnej spółki, dzięki mechanizmom kontroli pozawłaścicielskiej. W literaturze taka niedokończona lub pozorna prywatyzacja nazwana jest *reluctant privatisation*<sup>87</sup>. Zagadnienie to, niezwykle ważne w kontekście niniejszej pracy, zostanie rozwinięte w kolejnym rozdziale.

Państwo uczestniczy na rynku kapitałowym również poprzez nacjonalizacje. Mogą one wynikać z wielu przyczyn, a do najpopularniejszych należy ratunek podmiotu przed bankructwem, ochrona interesu narodowego, zmiana paradygmatu w polityce gospodarczej, czy także chęć stworzenia tzw. czempiona narodowego, czyli przedsiębiorstwa, które ma istotne znaczenie dla gospodarki danego kraju<sup>88</sup>.

W efekcie częściowej prywatyzacji oraz nacjonalizacji powstają przedsiębiorstwa o mieszanym, tj. państwowo-prywatnym, kapitale. Jak wskazują wyniki wspomnianego badania A. de La Cruz i in., spośród 10 000 największych spółek giełdowych w 54 krajach na koniec 2017 roku w 800 z nich państwo posiadało ponad 50% udziałów, a w ponad 1140 podmiotach posiadało między 10% i 49% udziałów<sup>89</sup>. Oznacza to, że rynek kapitałowy odgrywa ważną rolę w sprawowaniu polityki właścicielskiej, która tradycyjnie wiązała się z przedsiębiorstwami z wyłącznym udziałem państwa.

W celu oszczędzania, inwestowania dla przyszłych pokoleń, rozwoju wybranych branż czy też stabilizacji gospodarki w okresach niestabilności, państwo często wykorzystuje specjalnie utworzone podmioty, takie jak państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth fund*) oraz publiczne fundusze emerytalne (*public pension fund*). Rządy pośrednio, poprzez fundusze, posiadają mniejszościowe udziały w spółkach i często są inwestorami pasywnymi (nie biorą aktywnego udziału w zarządzaniu spółką). William L. Megginson podaje, że w 2020 roku państwowe fundusze na całym świecie zarządzały aktywami o wartości 27 bilionów dolarów, co czyniło je trzecią co do wielkości grupą posiadaczy aktywów (ustępują tylko prywatnym korporacjom ubezpieczeniowym oraz prywatnym funduszom emerytalnym). Co więcej, podmioty te podwoiły swoje aktywa w ciągu ostatnich dziesięciu lat, za co odpowiadają głównie aktywa ulokowane na rynku kapitałowym<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> B. Bortolotti, M. Faccio, *Reluctant privatization*, „Working Papers Fondazione Eni”, 2004, (130).

<sup>88</sup> K. Szarzec, A. Dombi, P. Matuszak, *State-owned enterprises and economic growth: Evidence from the post-Lehman period*, „Economic Modelling”, 2021, (99).

<sup>89</sup> OECD 2011, *State-owned enterprise governance reform: An inventory of recent change*, OECD Group, s. 7.

<sup>90</sup> W.L. Megginson, D. Lopez, A.I. Malik, *The rise of state-owned investors: sovereign wealth funds and public pension funds*, „Annual Review of Financial Economics”, 2021, 13(1).

Zaangażowanie państwa na rynku akcji jest silnie zróżnicowane w skali świata i zwykle zależy od ustroju politycznego oraz charakterystyki systemu gospodarczego. Największy odsetek akcji posiadanych przez państwo jest w krajach, w których udział przedsiębiorstw państwowych w gospodarce jest wysoki, takich jak Arabia Saudyjska, Polska, Norwegia, Rosja<sup>91</sup>. Nie oznacza to jednak, że w pozostałych gospodarkach, państwo nie jest obecne na rynku instrumentów udziałowych. Przykładowo, prawie połowa aktywów państwowych funduszy emerytalnych zarządzana jest przez fundusze ulokowane w Stanach Zjednoczonych, choć należy podkreślić, że ich udział na lokalnym rynku jest znacznie mniejszy niż w poprzedniej grupie krajów<sup>92</sup>. Bez wątplenia można jednak stwierdzić, że państwo jest uczestnikiem rynku instrumentów udziałowych w praktycznie każdej gospodarce.

W literaturze przedmiotu istnieją badania analizujące wpływ posiadanych przez państwo udziałów na efektywność funkcjonowania spółek. Powszechnie uważa się, że podmioty kontrolowane przez państwo wykazują generalnie mniejszą efektywność ekonomiczną niż prywatne spółki, co jest poparte wieloma wynikami badań<sup>93</sup>. Niemniej istnieją także badania pokazujące, że w niektórych krajach i niektórych okolicznościach nie ma istotnej różnicy między wynikami ekonomicznymi spółek kontrolowanych przez państwo i przez podmioty prywatne<sup>94</sup>. Można stwierdzić, że porównywanie efektywności ekonomicznej podmiotów prywatnych i państwowych (czy częściowo państwowych) nie jest proste. Wynika to z trzech przyczyn. Po pierwsze, częste narzucanie przez państwowego właściciela celów pozaekonomicznych, powoduje, że trudno spełnić warunki poprawności metodologicznej. Po drugie, wyniki badań często zależą od sposobu wyodrębnienia, a w konsekwencji wielkości zbioru spółek kontrolowanych przez państwo. Po trzecie, niewątpliwie duży wpływ na efektywność funkcjonowania tych spółek ma otoczenie instytucjonalne oraz gospodarcze<sup>95</sup>.

Także w przypadku badań dotyczących skutków obecności państwowych funduszy majątkowych w strukturze akcjonariatu spółek, wyniki nie są jednoznaczne. Inwestycje państwowych funduszy majątkowych zwiększają wartość spółki oraz zmniejszają ryzyko

---

<sup>91</sup> A. de La Cruz, A. Medina, Y. Tang, *Owners of the world's ...*, op. cit., s. 13.

<sup>92</sup> W.L. Megginson, D. Lopez, A. I. Malik, *The rise of state-owned...*, op. cit.

<sup>93</sup> A. Abramov, A. Radygin, R. Entov, M. Chernova, *State ownership and efficiency characteristics*, „Russian Journal of Economics”, 2017, 3(2); D. Mueller, *Public choice III*, Cambridge University Press, Cambridge 2003; T. Wang, C. Y. Wen, J. L. Seng, *The association between the mandatory adoption of XBRL and the performance of listed state-owned enterprises and non-state-owned enterprises in China*, „Information & Management”, 2014, 51(3); S.K. Majumdar, *Assessing comparative efficiency of the state-owned, mixed, and private sectors in Indian industry*, „Public Choice”, 1996, 96(1).

<sup>94</sup> S. Clò, M. Di Giulio, M. Sorrentino, M.T. Galanti, *Italian state-owned enterprises after decades of reforms: Still public? Italian state-owned enterprises after decades of reforms: still public?*, CIRIEC Working Papers, 2016, 11-49.

<sup>95</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 53.

kredytowe, co pokazały wyniki badania Tommaso Gagliardiego, Gianfranco Gianfrate i Roberto Vincenziego<sup>96</sup>. Natomiast analiza Sabriego Boubakera i współpracowników wskazuje, że w spółkach, w których państwowe fundusze majątkowe dokonały inwestycji, wzrasta koszt pozyskania kapitału<sup>97</sup>. Wyniki pozostałych badań wskazują, że reakcja inwestorów na informacje o inwestycji tych podmiotów w spółkę jest pozytywna w krótkim okresie, jednak pozostaje niejednoznaczna w długim okresie<sup>98</sup>.

Rządy dzięki uczestnictwu na rynku kapitałowym mogą znacznie przyczynić się do jego rozwoju. W przypadku rynku instrumentów udziałowych prywatyzacja, pełna lub częściowa, przedsiębiorstw państwowych znacznie zwiększa wartość kapitalizacji lokalnego rynku kapitałowego, ponieważ są to często jedne z największych przedsiębiorstw w gospodarce. Jak wskazuje Mike McLindon, notowanie na giełdzie przedsiębiorstw państwowych może wywołać tzw. efekt demonstracyjny, który polega na zachęcaniu przedsiębiorstw prywatnych do publicznej emisji akcji<sup>99</sup>. Pozytywnie na wielkość i rozwój rynku kapitałowego mogą również wpływać inwestycje państwowych funduszy, dysponujących z reguły znacznymi kapitałami.

Zaangażowanie państwa na rynku akcji może mieć wpływ także na liczbę inwestorów. Jak wskazują wyniki badania Bernardo Bortolottiego i Paolo Pinottiego, publiczna emisja akcji przedsiębiorstw państwowych może przyciągnąć nowych inwestorów na rynek kapitałowy, ponieważ następuje wtedy zwiększenie podaży papierów wartościowych. W ten sposób rządy mogą sprzyjać tworzeniu „kultury inwestowania”, szczególnie w dłuższym horyzoncie czasowym<sup>100</sup>. Wyniki analizy Banku Światowego pokazały, że publiczna emisja akcji przedsiębiorstw państwowych wpływa także pozytywnie na płynność na całym rynku, jednak w sytuacji, gdy wzrośnie także liczba spółek prywatnych<sup>101</sup>.

Uczestnictwo państwa na rynku papierów udziałowych może stwarzać także pewne zagrożenia. Oczywiście jest, że sytuacja, w której państwo pełni jednocześnie rolę regulatora i uczestnika rynku akcji, prowadzi do konfliktu interesów, co może negatywnie wpływać na pozostałych uczestników oraz uprzywilejowywać państwowego właściciela. W wielu

---

<sup>96</sup> T. Gagliardi, G. Gianfrate, R. Vincenzi, *Sovereign wealth funds' investments: The bondholders' perspective*, Working paper 2014, Bocconi University.

<sup>97</sup> S. Boubaker, L. Chourou, D. Himick, S. Saadi, *It's about time! The influence of institutional investment horizon on corporate social responsibility*, „Thunderbird International Business Review”, 2017, 59(5).

<sup>98</sup> G.A. Karolyi, R.C., Liao, *State capitalism's global reach: Evidence from foreign acquisitions by state-owned companies*, „Journal of Corporate Finance”, 2017, (42); B. Bortolotti, V. Fotak, W.L. Megginson, *The sovereign wealth fund discount: Evidence from public equity investments*, „The Review of Financial Studies”, 2015, 28(11).

<sup>99</sup> M.P. McLindon, *Privatization and capital market development: Strategies to promote economic growth*, Praeger, Westport 1996, s. 73.

<sup>100</sup> B. Bortolotti, P. Pinotti, *The political economy of privatization*, „The Review of Financial Studies”, 2009, 22(8).

<sup>101</sup> A.C. Silva, A. Nerlich, *Listing state-owned...*, op. cit., s. 24.

przypadkach państwo jest w stanie zwiększać swoje uprawnienia kontrolne w spółkach bez powiększania udziałów właścicielskich, co w konsekwencji może podważyć zaufanie inwestorów prywatnych do rynku. Kolejnym zagrożeniem jest również korupcja polityczna, która może objawić się tym, że osoby odpowiedzialne za lokowanie publicznych kapitałów, będą zarządzały nimi w celu osiągnięcia prywatnych korzyści. Innym ważnym zagadnieniem jest dostępność rządu do różnych poufnych danych, co będzie stawiać go w uprzywilejowanej pozycji w stosunku do inwestorów prywatnych. Dostęp do takich danych wydaje się szczególnie istotny przy zarządzaniu państwowymi funduszami, które dzięki temu mogą osiągać wyższe stopy zwrotu.

### 1.2.3.3. Rynek instrumentów dłużnych

Państwo jest w wielu krajach znaczącym uczestnikiem rynku instrumentów dłużnych. Na rynku pierwotnym rząd może zaspokajać potrzeby pożyczkowe emitując papiery skarbowe, dzięki którym jest w stanie realizować swoje podstawowe zadania finansowane z budżetu państwa. Wyliczenia Banku Rozrachunków pokazały, że rynek obligacji skarbowych ma coraz większą wartość w stosunku do PKB, zarówno w państwach rozwijających się oraz rozwiniętych. W przypadku krajów rozwijających się wzrost ten był równomierny przez ostatnie dwie dekady, natomiast w krajach rozwiniętych rynek obligacji skarbowych zwiększył się mocno szczególnie po kryzysie finansowym z 2008 roku, co można wiązać z potrzebą dużych interwencji gospodarczych państwa<sup>102</sup>. Państwo jest również obecne na rynku wtórnym. W tym przypadku uczestnikiem transakcji jest bank centralny, który dokonuje operacji otwartego rynku, a ich przedmiotem zazwyczaj są papiery skarbowe.

Warto zwrócić uwagę, że obligacje skarbu państwa mogą służyć do dywersyfikowania ryzyka. Jest to spowodowane tym, że generalnie państwa, choć nie wszystkie, są uważane za pewnego i wypłacalnego dłużnika, a to oznacza, że papiery dłużne przez nich emitowane mają niski poziom ryzyka. Wpływa to jednocześnie na niższą stopę zwrotu<sup>103</sup>. Z tego względu wiele instytucji finansowych, szczególnie banki, ale również wielu inwestorów indywidualnych dywersyfikuje ryzyko właśnie za pomocą obligacji skarbowych. W ostatnich latach zdarzały się sytuacje, gdy oprocentowanie obligacji skarbowych niektórych krajów, uważanych powszechnie za bezpieczne i stabilne było ujemne. Przykładowo szwajcarskie 10-letnie obligacje najniższą rentowność osiągnęły w sierpniu 2019 roku (-1,09%), a niemieckie w marcu

---

<sup>102</sup> Bank for International Settlements, *Establishing viable capital markets*, „CGFS Papers”, 2019, (62).

<sup>103</sup> A. Lichosik, *Skarbowe papiery wartościowe na rynku kapitałowym*, [w:] *Spółki skarbu państwa na rynku kapitałowym*, A. Kidyba, M. Michalski (red.), Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 206.

2020 roku (-0,71%)<sup>104</sup>. Oznaczało to, że inwestorzy świadomie kupują obligacje rządowe, za które, w momencie wykupu przez państwo, dostaną mniej, niż za nie zapłacili, przedkładając bardzo niskie ryzyko nad zyski.

Uczestnictwo państwa na rynku instrumentów dłużnych również może przyczynić się do jego rozwoju. Zdaniem Międzynarodowej Korporacji Finansowej, należącej do grupy Banku Światowego, emisja obligacji skarbowych pomaga stworzyć uporządkowany, przewidywalny i bardziej płynny rynek instrumentów dłużnych, szczególnie w początkowej fazie jego rozwoju<sup>105</sup>. Wiąże się z tym pewne niebezpieczeństwo, określane w literaturze jako efekt wypychania, które polega na ograniczaniu inwestycji prywatnych w wyniku wzrostu wydatków państwa. Jest to wynikiem sytuacji, w której państwo może wykorzystywać regulacje i instrumenty polityki pieniężnej, aby kierować zasoby kapitałowe inwestorów do obligacji skarbowych i tym samym zmniejszać koszt pozyskania kapitału, wpływając negatywnie na wycenę obligacji korporacyjnych spółek prywatnych. Istnienie tego efektu zostało potwierdzone w licznych analizach<sup>106</sup>.

Podsumowując, uczestnictwo państwa na rynku kapitałowym niewątpliwie może przyczynić się do rozwoju rynku oraz gospodarki. Jednak nie można zapominać, że partycypacja państwa w transakcjach może powodować powstanie pewnych zagrożeń, które negatywnie wpłyną na rozwój rynku kapitałowego poprzez zakłócanie naturalnych mechanizmów kształtowania cen, wypychanie inwestorów prywatnych z rynku czy też pogarszanie ram instytucjonalnych rynku kapitałowego. Dlatego, aby ograniczyć negatywne efekty wynikające z partycypacji państwa na rynku kapitałowym, należy odpowiednio ją zaprojektować. Szczególnie ważny jest w tym aspekcie rynek publiczny, w którym główną rolę odgrywają giełdy papierów wartościowych.

### **1.3. Giełdy papierów wartościowych**

#### **1.3.1. Historia i modele organizacji giełd**

##### **1.3.1.1. Uwagi wstępne**

Giełdy są niezwykle ważnymi instytucjami gospodarczymi, ponieważ przedsiębiorstwa mają możliwość pozyskiwania na nich kapitału niezbędnego do rozwoju, inwestorzy

---

<sup>104</sup> Rentowność Szwajcarskich obligacji 10Y: <https://pl.tradingview.com/symbols/TVC-CH10Y/> (dostęp: 06.01.2023).

<sup>105</sup> D.G. Demekas, A. Nerlich, *Creating domestic capital markets in developing countries*, IFC 2020.

<sup>106</sup> Q. Liu, Y. Bai, H. Song, *The crowding out effect of government debt on corporate financing: Firm-level evidence from China*, „Structural Change and Economic Dynamics”, 2023, (65); B. Demirel, C. Erdem, İ. Eroğlu, *The crowding out effect from the European debt crisis perspective: Eurozone experience*, „International Journal of Sustainable Economy”, 2016, 9(1).

indywidualni lokują na nich swoje oszczędności, inwestorzy instytucjonalni lokują aktywa, którymi zarządzają, a rządy za pośrednictwem giełd mają możliwość realizowania swojej polityki gospodarczej. Giełdy papierów wartościowych – jeśli sprawnie funkcjonują – przyczyniają się więc do efektywnej alokacji kapitału i w konsekwencji są istotnym czynnikiem rozwojowym gospodarki. Giełdy papierów wartościowych są także podstawowym elementem rynku kapitałowego. Jak zostało wskazane w poprzedniej części rozprawy, ich cechą charakterystyczną jest wysoki poziom organizacji rynku jak również wysoki poziom regulacji. To powoduje, że transakcje na nich zawierane cechują się relatywnie dużym bezpieczeństwem (np. w porównaniu do transakcji pozagiełdowych).

Na przestrzeni lat giełdy papierów wartościowych zmieniały sposób funkcjonowania oraz swoją rolę w gospodarce. Stosowano wiele rozwiązań i sposobów ich organizacji, które w dużej mierze były wynikiem bieżących uwarunkowań instytucjonalno-gospodarczych. W poniższej części rozprawy przybliżę współczesną definicję giełd papierów wartościowych oraz przedstawię krótko ich historię wraz z czynnikami, które spowodowały zmiany funkcjonowania tych szczególnych podmiotów. Następnie zaprezentuję współczesne modele organizacji giełd papierów wartościowych.

#### 1.3.1.2. Definicja i historia giełd

W literaturze przedmiotu pojęcie giełdy papierów wartościowych jest definiowane w zróżnicowany sposób. Marian Górski definiuje giełdę papierów wartościowych jako „odbywające się w określonym czasie, podporządkowane ustalonym normom kontakty osób pragnących zawrzeć transakcje kupna-sprzedaży lub osób pośredniczących w zawieraniu transakcji (maklerów), ceny transakcji ustalane są na podstawie układu podaży i popytu, a następnie podawane do wiadomości publicznej”<sup>107</sup>. Według definicji GPW w Warszawie giełda to „zespół osób, urządzeń i środków technicznych, zorganizowany w taki sposób, że przy kojarzeniu ofert sprzedaży i nabycia papierów wartościowych wszyscy uczestnicy rynku papierów wartościowych mają jednakowy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie, przy zachowaniu jednakowych warunków zbywania i nabywania praw”<sup>108</sup>.

Pierwsza definicja przedstawia definicję giełdy od strony przedmiotowej, natomiast druga od strony organizacyjnej. Można podsumować, że giełdy papierów wartościowych cechują się:

1. instytucjonalną formą obrotu (regulacje formalno-prawne),
2. stałym miejscem lub platformą oraz czasem zawierania transakcji,

---

<sup>107</sup> M. Górski, *Rynkowy...*, op. cit., s. 322.

<sup>108</sup> Pojęcia stosowane w statystyce publicznej, <https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/101,pojecie.html> (dostęp: 20.01.2023).

3. transakcjami odbywającymi się pomiędzy wyznaczonym kręgiem podmiotów, bez konieczności pokazywania przedmiotu transakcji w naturze,
4. jednorodnością przedmiotu zawieranych transakcji<sup>109</sup>.

Giełdę, czyli miejsce lub platformę, na której odbywają się transakcje, należy odróżniać od jej operatora. Operator giełdy to podmiot, który organizuje obrót giełdowy, z reguły jest też właścicielem giełdy. Jego zadaniem jest zapewnienie możliwości zawierania transakcji, których przedmiotem są aktywa dopuszczone do obrotu na danym rynku. Działalność operatora zapewnia integralność rynku, co wpływa na efektywność i bezpieczeństwo dla obu stron transakcji, natomiast giełda, jak wskazałem wcześniej, jest miejscem obrotu papierami wartościowymi.

Pewna forma giełdy papierów wartościowych istniała już w starożytnym Rzymie, zaś w czasach nowożytnych obrót kapitałowy odbywał się początkowo w tawernach lub ratuszowych piwnicach, jednak były to transakcje słabo sformalizowane<sup>110</sup>. Pierwsza giełda papierów wartościowych powstała w Amsterdamie w 1602 roku, a katalizatorem jej powstania była emisja akcji Holenderskiej Kompanii Wschodnioindyjskiej. Była to spółka, która za pozyskany kapitał finansowała swoją bardzo szeroko zakrojoną działalność. W kolejnych latach zaczęły powstawać kolejne giełdy papierów wartościowych, a część z nich nieprzerwanie funkcjonuje do dzisiaj. Przykładowo, pod koniec XVIII wieku powstały giełdy w Londynie i Nowym Jorku. Na ziemiach polskich pierwszy tego typu rynek papierów wartościowych powstał w 1817 roku w Warszawie i nosił nazwę „Giełda Kupiecka”. Początkowo przedmiotem transakcji na niej były obligacje, weksle oraz waluty obce. Natomiast pierwszym przedsiębiorstwem, którego akcje były notowane na tej giełdzie, była Kolej Warszawsko-Wiedeńska, której pierwsza emisja akcji miała miejsce w 1840 roku<sup>111</sup>.

Początkowo większość giełd papierów wartościowych miała strukturę spółdzielczą, tworzoną przez członków giełdy. Taka forma wynikała z realizacji transakcji w ściśle określonym miejscu, o stałych godzinach i zgodnie z obowiązującymi regulacjami. Powstanie niektórych giełd, jak np. giełdy wiedeńskiej pod koniec XVIII wieku<sup>112</sup>, zostało zainicjowane przez rządy, które poprzez rynek papierów wartościowych finansowały swoje potrzeby

---

<sup>109</sup> W. Dębski, *Rynek...*, op. cit., s. 147.

<sup>110</sup> U. Malmendier, *Law and finance at the origin*, „Journal of Economic Literature”, 2009, 47(4); A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 70-71.

<sup>111</sup> H. Koziół, *200 lat temu powstała pierwsza giełda papierów wartościowych w Warszawie*, <https://www.rp.pl/gielda/art2683331-200-lat-temu-powstala-pierwsza-gielda-papierow-wartosciowych-w-warszawie> (dostęp 23.10.2022).

<sup>112</sup> J. Köndgen, *Ownership and corporate governance of stock exchanges*, „Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)”, 1998, (154).

pożyczkowe, emitując na nich obligacje. Zagadnienie podmiotu właścicielskiego giełdy, ważne w kontekście tematu pracy, zostanie rozwinięte w dalszej części niniejszego opracowania.

Regulacje, a więc pewne przepisy i normy określające zasady funkcjonowania giełd papierów wartościowych, są ich cechą charakterystyczną. Początkowo często dotyczyły pośredników transakcji, czyli brokerów, a nie podmiotów emitujących papiery wartościowe. Brokerzy reprezentowali interesy osób z zewnątrz i w ich imieniu przeprowadzali transakcje. Jedne z pierwszych regulacji zostały ustanowione przez Kupieckie Dyrektorium w Zurychu w 1667 roku. Dotyczyły one takich działań jak obowiązek rejestracji, zakaz ujawniania informacji transakcji klientów, konieczność pełnej informacji o ofertach, obowiązek prowadzenia księgowości czy zakaz zмовy między brokerami<sup>113</sup>. Ważną wówczas normą prawną było wprowadzenie licencji brokera, co miało nie tylko znaczenie administracyjno-fiskalne, ale także oznaczało, że osoba, która posiadała licencję, jest godna zaufania. Pozwoliło to na rozwój i wzrost obrotów na rynku<sup>114</sup>.

Początkowo giełdy stanowiły pewnego rodzaju monopole, ponieważ przyciągały lokalnych emitentów oraz inwestorów. W wyniku rosnącej liczby uczestników giełd i efektu skali funkcjonowania zmniejszał się koszt transakcji i zwiększała się płynność rynku. W ten sposób członkowie giełdy osiągalni coraz większe korzyści, gdyż inwestorzy, którzy nie byli uczestnikami giełdy, byli bardziej skłonni lokować oszczędności na większych giełdach, o bardziej płynnym rynku.

W kolejnych dekadach, w wyniku rewolucji przemysłowej i przełomowych odkryć, zaczęły powstawać coraz to nowe gałęzie przemysłu. Wywoływało to coraz większy popyt przedsiębiorstw na kapitał do finansowania swoich inwestycji. Był to czynnik, który niewątpliwie sprzyjał rozwojowi giełd papierów wartościowych, ponieważ były one jednym z głównych źródeł dostarczania tego kapitału. Z biegiem lat zrewolucjonizowano również komunikację rynkową, umożliwiając szybkie przekazywanie informacji, szczególnie po wprowadzeniu komunikacji za pomocą telefonów w 1878 roku<sup>115</sup>. Dzięki tym zmianom na przełomie XIX i XX wieku amerykańskie giełdy działały już w sposób zbliżony do obecnych giełd.

Ich szybki rozwój trwał do kryzysu gospodarczego na przełomie lat 20. i 30. XX wieku. W jego następstwie wiele państw obawiało się nadmiernego rozrostu giełd i w konsekwencji

---

<sup>113</sup> Ch.R. Schmidt, R.T. Mayer, *Die Geschichte der Züricher Börse*, Effektenbörsenverein Zürich, Zürich 1977, s. 11.

<sup>114</sup> A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 70-71.

<sup>115</sup> Historia NYSE, <https://www.nyse.com/history-of-nyse> (dostęp 20.01.2023).

zaczęto wprowadzać przepisy prawne, które zahamowały ich rozwój. Dopiero w kolejnych dekadach po II wojnie światowej, szczególnie w latach 70. XX wieku, postrzeganie giełd zaczęło się zmieniać, a na znaczeniu zyskiwały teorie wolnorynkowe, jak np. hipoteza rynku efektywnego. Powstał pogląd, zgodny ze wspomnianą hipotezą, że giełdy wolne od ingerencji państwa są najlepszym miejscem do lokowania kapitału, co umożliwiło szybki ich rozwój<sup>116</sup>.

Istotnym czynnikiem zmian były także procesy liberalizacyjne i deregulacyjne rynków finansowych. Spowodowały one większą swobodę w przepływach kapitałowych, również międzynarodowych, co przyczyniło się do wzrostu wolumenu ich obrotów. Proces liberalizacji rozpoczął się już w latach 70. XX wieku i był wspierany przez międzynarodowe organizacje, takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Bank Światowy<sup>117</sup>. Przykładem deregulacji może być zniesienie zakazu łączenia działalności inwestycyjnej oraz bankowości komercyjnej, czyli uchylenie *Glass-Steagall Act* w 1999 r. w Stanach Zjednoczonych. Kolejną ważną, o ile nie ważniejszą, przyczyną zmian był dalszy postęp w technologii informacyjnej i telekomunikacyjnej<sup>118</sup>. Na giełdzie *NASDAQ* w latach 70. XX wieku wprowadzono po raz pierwszy elektroniczny obrót papierami wartościowymi, a w latach 90. możliwość składania zleceń przez Internet. Dzięki temu inwestorzy zyskali w krótkim czasie dostęp do praktycznie każdej giełdy na świecie.

Na zmianę funkcjonowania giełd wpłynął także wzrost popytu na inwestycje w papiery wartościowe, który był zgłaszany szczególnie przez inwestorów instytucjonalnych (np. szybko rozrastające się kapitałowo fundusze emerytalne) oraz osoby fizyczne, które były zachęcane do inwestowania na giełdach. Od lat 80. ub. wieku proces ten był wspomagany przez rządy, poprzez prywatyzację przedsiębiorstw państwowych zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się, a w ostatniej dekadzie XX w. także w krajach postsocjalistycznych.

Jak już wspomniałem powyżej, w wyniku postępującej informatyzacji procesów giełdowych inwestorzy nie musieli zawierać transakcji poprzez maklerów fizycznie obecnych na giełdach. W związku z tym zniknęło tradycyjne pojęcie członkostwa na giełdzie, co wpłynęło na zmiany w ich strukturze własnościowej. W ramach procesów demutualizacji własność i forma prawna giełd zmieniała się z tradycyjnych struktur wspólnotowych najczęściej w formę spółek akcyjnych<sup>119</sup>. W ten sposób giełdy stawały się przedsiębiorstwami prowadzącymi działalność

---

<sup>116</sup> B.M. Smith, *A History of the global stock market: From ancient Rome to silicon valleys*, University of Chicago Press, Chicago 2004, s. 5-7.

<sup>117</sup> K. Rosłanowska-Plichcińska, M. Jarosiński, *Granice konkurencji*, Poltext, Warszawa 1996, s. 54.

<sup>118</sup> R. Lee, *The future of securities exchanges*, Working Paper of Financial Institutions Center – The Wharton School, 2002.

<sup>119</sup> F. B. Slimane, *The structural evolution of stock exchanges*, „Recherches en Sciences de Gestion”, 2012, 93(6).

usługową w zakresie obsługi emitentów, transakcji, rozpowszechniania niezbędnych informacji. Jak każdy rodzaj działalności gospodarczej, generowało to zarówno przychody, jak i koszty, tworząc zyski lub straty. W rezultacie giełdy stały się przedsiębiorstwami nastawionymi na zysk<sup>120</sup>.

Zmiana formy organizacji giełd i jednocześnie zmiana celu ich funkcjonowania spowodowała, że nasiliła się konkurencja między giełdami. Zaczęły one rywalizować o inwestorów oraz emitentów poprzez takie działania, jak oferowanie coraz to nowych instrumentów finansowych, otwieranie nowych platform obrotu, obniżanie opłat czy usprawnianie handlu poprzez nowe rozwiązania technologiczne.

Efektom wyżej opisanych procesów było zawieranie porozumień o współpracy między giełdami, głównie dotyczących udostępniania platform obrotu, co często poprzedzało ich konsolidację. Konsolidacje giełd papierów wartościowych mogą przybierać formę fuzji pionowych lub poziomych. Fuzja pozioma polega na łączeniu się giełd, co pozwala osiągnąć efekty skali. Przykładem tego rodzaju konsolidacji może być platforma *Euronext*, która powstała poprzez połączenie giełd z Paryża, Amsterdamu oraz Brukseli. Fuzje pionowe natomiast polegają na łączeniu się w ramach tzw. łańcucha wartości, czyli giełd z instytucjami rozliczeniowymi lub organami depozytowymi itp., a jej przykładem jest fuzja *Deutsche Börse* z agencją rozliczeniową *Clearstream*<sup>121</sup>.

### 1.3.1.3. Modele organizacji giełd

Od momentu powstania giełdy papierów wartościowych miały zróżnicowane modele funkcjonowania, które zazwyczaj dostosowane były do lokalnych warunków instytucjonalnych oraz gospodarczych. Współcześnie można wyróżnić dwa podstawowe modele funkcjonowania giełd papierów wartościowych – model amerykański oraz model niemiecki<sup>122</sup>.

Według pierwszego modelu giełda papierów wartościowych jest zarządzana przez podmioty zainteresowane istnieniem rynku kapitałowego (np. przemysłowcy, handlowcy i bankierzy). Jest ona instytucją prywatnoprawną, która działa w formie spółki akcyjnej. Akcjonariusze giełdy sami decydują o sposobie jej funkcjonowania i odpowiadają za jej działalność. Państwo zaś kontroluje zgodność działalności giełdy z przepisami prawa, zwykle poprzez specjalną komisję – niezależny organ państwa. Transakcje na giełdzie mogą dokonywać tylko określone

---

<sup>120</sup> R. Aggarwal, S. Dahiya, *Demutualization and public offerings of financial exchanges*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2006, 18(3).

<sup>121</sup> S.B. Ramos, *Competition between stock exchanges: a survey*, HEC-University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, Research Paper N° 77, February 2003, s. 10.

<sup>122</sup> W. Dębski, *Rynek...*, op. cit., s. 147.

podmioty, którymi są zazwyczaj przedsiębiorstwa finansowe czy domy maklerskie, zawierające transakcje na rzecz i w imieniu inwestorów.

Taka forma organizacji giełdy cechuje się stosunkowo słabym powiązaniem z systemem bankowym, ze względu na ważną rolę inwestorów instytucjonalnych, np. funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych, czyli podmiotów posiadających duże zasoby kapitału do ulokowania. Drugim rodzajem podmiotów, charakterystycznym dla amerykańskiego modelu organizacji giełdy są fundusze powiernicze, które pełnią rolę zbiorowych inwestorów, pozwalając zmniejszyć ryzyko inwestycyjne dla indywidualnych inwestorów, poprzez dywersyfikację lokowania kapitału, co zwiększa zaufanie do rynku, sprzyjając jego rozwojowi. Opisany powyżej model organizacji giełdy charakterystyczny jest dla gospodarek anglosaskich np. Stanów Zjednoczonych (*New York Stock Exchange*), Wielkiej Brytanii (*London Stock Exchange*), czy Australii (*Australian Securities Exchange*).

W drugim modelu organizacyjnym giełd papierów wartościowych (nazwanym modelem niemieckim) giełda jest organizacją publicznoprawną o większym, bezpośrednim wpływie państwa na jej działalność, ponieważ działa ona na zasadach ściśle określonych przez państwo. Podobnie jak w modelu amerykańskim, aby zawrzeć transakcję, należy to zrobić za pomocą podmiotów, które zajmują się czynnościami maklerskimi. Banki w tym modelu mają większe znaczenie w porównaniu do pozostałych inwestorów instytucjonalnych. Do tego modelu zalicza się głównie giełdy europejskie, jak np. niemiecką *Deutsche Börse*, jak również polską Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>123</sup>.

### **1.3.2. Poziom rozwoju giełd**

#### **1.3.2.1. Miary poziomu rozwoju giełd**

Kategoria „rozwiniętej giełdy papierów wartościowych” może być rozumiana na różne sposoby, co znajduje odzwierciedlenie w literaturze, gdzie wskazuje się na szereg czynników wpływających na poziom jej rozwoju, czyli poziom jej zaawansowania i oddziaływania na gospodarkę kraju jej ulokowania. W związku z tym poziom rozwoju giełdy jest oceniany za pomocą różnorodnych wskaźników i miar<sup>124</sup>.

Zwykle przyjmuje się w literaturze, że podstawowym wskaźnikiem rozwoju rynku kapitałowego jest bezwzględna wartość kapitalizacji giełdy. Może być ona dobrym miernikiem wskazującym na rozwój rynku papierów wartościowych, szczególnie w długim okresie,

---

<sup>123</sup> Ibidem, s. 147.

<sup>124</sup> J. Marcinkiewicz, *Procesy globalizacji a poziom rozwoju giełdy papierów wartościowych w Warszawie: model miękki*, „Zarządzanie i Finanse”, 2013, 1(1).

ponieważ jest pochodną liczby spółek oraz kursów akcji tych spółek, co wiąże się z ich kondycją oraz nastrojami inwestorów<sup>125</sup>.

Drugą podstawową miarą rozwoju giełdy jest liczba spółek giełdowych notowanych na danym rynku akcji. Zaletą tego wskaźnika polega na tym, że mierzy szerokość rynku i nie podlega zbyt mocnym wahaniom, zaś wadą jest to, że na ich liczbę wpływ może mieć restrukturyzacja oraz procesy fuzji spółek, a także fakt, że różnej wielkości spółki są traktowane w tym wskaźniku jednakowo.

Trzecią miarą pokazującą poziom rozwoju giełdy papierów wartościowych jest wskaźnik wartości kapitalizacji rynku akcji w stosunku do PKB danego kraju. Miara ta jest odzwierciedleniem znaczenia giełdy w gospodarce i jest powszechnie stosowana w literaturze z dwóch powodów. Po pierwsze, wielkość rynku akcji jest pozytywnie skorelowana z możliwością mobilizowania kapitału i dywersyfikacji ryzyka. Po drugie, uważa się, że wskaźnik ten uwzględnia przeszłe zyski zatrzymane spółek oraz perspektywy wzrostu giełdy. Opisywana miara pokazuje również skalę działania rynku, ponieważ niska wartość wskaźnika – z perspektywy makroekonomicznej – oznacza, że rynek kapitałowy nie ma gospodarczego znaczenia<sup>126</sup>. Wadą tego wskaźnika jest jednak to, że może być mylnie interpretowany w sytuacji, gdy kilka spółek będzie miała bardzo dużą wartość rynkową, czyli w sytuacji silnej koncentracji giełdowej<sup>127</sup>.

Współczesne giełdy są bardzo zróżnicowane pod względem poziomu ich rozwoju mierzonego według opisanych wyżej wskaźników. Tabela 1.1 przedstawia zestawienie 25 największych giełd papierów wartościowych na koniec 2021 roku. Łączna wartość kapitalizacji notowanych na nich akcji wyniosła ok. 115,9 bln USD, a więc niemal 20% więcej niż światowa wartość nominalnego PKB w 2021 roku. Przy czym aż 45% łącznej kapitalizacji tworzą dwie największe światowe giełdy – *NYSE* oraz *NASDAQ*, obie mieszczące się w Stanach Zjednoczonych. W tabeli, obok kapitalizacji podana została liczba spółek notowanych na giełdzie oraz relacja kapitalizacji giełdy do PKB kraju siedziby giełdy.

Dane zawarte w tabeli wskazują, że wśród największych rynków akcji zdecydowanie dominują giełdy z USA oraz Chin, czyli z dwóch aktualnie największych gospodarek świata. Warto jednak zwrócić uwagę, że giełdy zlokalizowane w Chinach mają 3-krotnie mniejszą

---

<sup>125</sup> A. Adamska, *Modele rozwoju rynku kapitałowego w państwach Europy Środkowo-Wschodniej*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie Polityki Europejskie, Finanse i Marketing”, 2019, 21(70).

<sup>126</sup> R.G. Rajan, L. Zingales, *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century*, „Journal of Financial Economics”, 2003, 69(1).

<sup>127</sup> O.J. Adelegan, *Can regional cross-listings accelerate stock market development? Empirical evidence from Sub-Saharan Africa*, IMF Working Paper, 2008, 8(281).

wartość kapitalizacji niż giełdy amerykańskie.

W poniższym zestawieniu zabrakło Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Wartość jej kapitalizacji wyniosła 323,3 mld USD, co uplasowałoby ją na 36 miejscu w zestawieniu największych giełd. Relacja kapitalizacji do polskiego PKB w roku 2021 wynosiła dla GPW 47,9%. Pod względem wartości kapitalizacji notowanych akcji jest to największa giełda papierów wartościowych w Europie Środkowo-Wschodniej.

**Tabela 1.1.** Zestawienie największych giełd papierów wartościowych na koniec 2021 roku według ich kapitalizacji rynkowej

| Lp. | Kraj            | Nazwa                           | Siedziba      | Kapitalizacja<br>(mld USD) | Liczba<br>spółek | Kapital./<br>PKB<br>nomin. (%) |
|-----|-----------------|---------------------------------|---------------|----------------------------|------------------|--------------------------------|
| 1.  | Stany Zjedn.    | <i>NYSE</i>                     | Nowy Jork     | 27 687                     | 2 525            | 120,4                          |
| 2.  | Stany Zjedn.    | <i>NASDAQ</i>                   | Nowy Jork     | 24 557                     | 3 678            | 106,8                          |
| 3.  | Chiny           | <i>Shanghai Stock Exchange</i>  | Szanghaj      | 8 155                      | 2 037            | 46,0                           |
| 4.  | Japonia         | <i>Japan Exchange Group</i>     | Tokio         | 6 544                      | 3 824            | 132,5                          |
| 5.  | Chiny           | <i>Shenzhen Stock Exchange</i>  | Shenzen       | 6 220                      | 2 578            | 35,1                           |
| 6.  | Hong Kong/Chiny | <i>HKEX</i>                     | Hong Kong     | 5 434                      | 2 572            | 30,6                           |
| 7.  | Wielka Brytania | <i>LSE Group</i>                | Londyn        | 3 800                      | 1 998            | 119,2                          |
| 8.  | Francja         | <i>Paris Euronext</i>           | Paryż         | 3 635                      | 849              | 123,7                          |
| 9.  | Indie           | <i>NSE of India</i>             | Mumbaj        | 3 548                      | 2 053            | 111,8                          |
| 10. | Kanada          | <i>TMX Group</i>                | Toronto       | 3 264                      | 3 504            | 164,0                          |
| 11. | Arabia Saud.    | <i>Tadawul</i>                  | Rijad         | 2 671                      | 224              | 320,5                          |
| 12. | Niemcy          | <i>Deutsche Boerse AG</i>       | Frankfurt n/M | 2 503                      | 493              | 59,3                           |
| 13. | Szwajcaria      | <i>SIX Swiss Exchange</i>       | Zurych        | 2 328                      | 232              | 286,4                          |
| 14. | Korea Płd.      | <i>Korea Exchange</i>           | Seul          | 2 219                      | 2 406            | 123,4                          |
| 15. | Tajwan          | <i>Taiwan Stock Exchange</i>    | Taipei        | 2 029                      | 970              | 261,9                          |
| 16. | Australia       | <i>ASX Australian SE</i>        | Sydney        | 1 887                      | 2 136            | 122,3                          |
| 17. | Niderlandy      | <i>Amsterdam Euronext</i>       | Amsterdam     | 1 695                      | 161              | 166,5                          |
| 18. | Szwecja         | <i>NASDAQ Stockholm</i>         | Sztokholm     | 1 372                      | 366              | 218,6                          |
| 19. | Iran            | <i>Tehran Stock Exchange</i>    | Teheran       | 1 261                      | 380              | 544,5                          |
| 20. | RPA             | <i>Johannesburg SE</i>          | Johannesburg  | 1 143                      | 324              | 272,2                          |
| 21. | Włochy          | <i>Borsa Italiana</i>           | Mediolan      | 862                        | 403              | 41,0                           |
| 22. | Rosja           | <i>Moscow Exchange</i>          | Moskwa        | 842                        | 719              | 47,4                           |
| 23. | Brazylia        | <i>B3 - Brasil Bolsa Balcão</i> | São Paulo     | 816                        | 385              | 50,7                           |
| 24. | Hiszpania       | <i>BME Spanish Exchanges</i>    | Madryt        | 776                        | 2 585            | 54,4                           |
| 25. | Dania           | <i>NASDAQ Copenhagen</i>        | Kopenhaga     | 708                        | 125              | 178,2                          |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *World Federation Exchange*.

Liczba spółek na tych analizowanych giełdach jest dość zróżnicowana i nie jest związana ściśle z wielkością kapitalizacji rynku akcji. Na przykład na giełdzie *NYSE*, będącej w 2021 roku giełdą o najwyższej wartości kapitalizacji, liczba notowanych spółek była porównywalna z liczbą spółek na wielokrotnie mniejszej pod względem kapitalizacji giełdzie hiszpańskiej.

W literaturze przedmiotu przyjmuje się zwykle, że giełda papierów wartościowych odgrywa ważną rolę w gospodarce, gdy wartość jej kapitalizacji przekracza 40% w stosunku do PKB

gospodarki<sup>128</sup>. Dane w tabeli 1.1 pokazują, że niemal we wszystkich wymienionych giełdach wartość tego wskaźnika przekracza 40%, a w siedemnastu z nich przekracza poziom 100%. Można zatem stwierdzić, że giełdy mają bardzo istotne znaczenie w największych gospodarkach świata.

Warto zwrócić uwagę, że najwyższą wartość kapitalizacji w stosunku do PKB (544%) wykazuje giełda w Iranie. Tak wysoki poziom tego wskaźnika można wytłumaczyć rozbudową bazy krajowych inwestorów detalicznych, wspieraną licznymi programami rządowymi, mającymi na celu redystrybucję dochodu narodowego. Ważną rolę w tych programach odgrywały spółki giełdowe kontrolowane przez państwo<sup>129</sup>.

Dobrze funkcjonujący rynek papierów wartościowych powinien charakteryzować się wystarczająco wysoką płynnością. Charakterystyka ta jest równie istotna jak sama wielkość rynku kapitałowego, ponieważ daje możliwość realizowania transakcji bez znaczącego wpływu na poziom cen oraz swobodne wejście lub wycofanie się z inwestycji. W związku z tym, w dalszej części opracowania zostanie przedstawiona kwestia płynności giełd papierów wartościowych jako ważnego wskaźnika ich rozwoju.

#### 1.3.2.2. Płynność rynku akcji

Bardzo ważnym aspektem rozwoju giełdy jest płynność rynku akcji, która powszechnie rozumiana jest jako łatwość zawierania transakcji, co w istocie – w przypadku każdej spółki – sprowadza się do poziomu tzw. *free float*, czyli stosunku liczby akcji pozostających w wolnym obrocie publicznym do wszystkich akcji wyemitowanych przez spółkę. Giełdy charakteryzujące się wysoką płynnością, zwiększają atrakcyjność papierów wartościowych dla ich uczestników, ponieważ mogą oni swobodnie dokonywać transakcji. Dla inwestorów niezwykle ważna jest możliwość wejścia lub wycofania się z transakcji w każdym momencie, zaś dla emitentów łatwość pozyskania kapitału, co bez płynnego rynku byłoby bardzo utrudnione. Giełdy papierów wartościowych, które cechują się wysoką płynnością, pozwalają także instytucjom finansowym akceptować większe niedopasowania aktywów do pasywów, pod względem ich zapadalności i waluty, co zmniejsza ryzyko ich bankructwa, a w konsekwencji konieczność ratowania tych podmiotów. Wysoka płynność giełd daje możliwość bankom centralnym skuteczniejsze stosowanie pośrednich instrumentów polityki pieniężnej<sup>130</sup>.

---

<sup>128</sup> E. Gruszczyńska-Broźbar, *Płynność jako wyznacznik rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1996–2008*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 2010, (1).

<sup>129</sup> Serkland Invest AB, *Understanding Iran's Stock Market*, <https://www.serklandinvest.com/insights/2021/9/28/what-makes-irans-stock-market-so-unique>, (dostęp: 12.01.2025 r.)

<sup>130</sup> A. Sarr, T. Lybek, *Measuring liquidity in financial markets*, IMF Working Paper, 2002, WP/02/232.

Opisane korzyści pochodzące z płynnego rynku powodują, że mogą one wspierać inwestycje długoterminowe, charakteryzujące się większą rentownością, co poprawia alokację zasobów w gospodarce. Innymi słowy, im bardziej płynny rynek akcji, tym giełda papierów wartościowych może lepiej spełniać swoje funkcje w gospodarce.

Jednym z najczęściej wykorzystywanych wskaźników płynności na giełdzie papierów wartościowych jest wartość wszystkich transakcji w danym przedziale czasowym w stosunku do PKB gospodarki<sup>131</sup>. Wskaźnik ten informuje, jak wielkość transakcji na giełdzie odnosi się do wielkości całej gospodarki, a zatem daje obraz, jak ważną rolę giełda odgrywa w gospodarce. Wysoki wskaźnik oznacza płynną i dobrze funkcjonującą giełdę, co jest korzystne dla inwestorów i przedsiębiorstw szukających kapitału.

Drugi wskaźnik płynności to wartość wszystkich transakcji w danym przedziale czasowym w stosunku do wartości kapitalizacji giełdy, który zwany jest również wskaźnikiem rotacji. Miara ta pokazuje wartość obrotu akcjami jako procent kapitalizacji giełdy i można ją wielorako interpretować. Wartość „100%” tego wskaźnika można rozumieć w ten sposób, że każda akcja zmienia właściciela jeden raz w ciągu każdego roku. Jego wysoką wartość można interpretować również jako wskaźnik niskich kosztów transakcyjnych, jednak niektórzy analitycy używają go także jako miary transakcji spekulacyjnych na danej giełdzie. Innymi słowy, im wyższa wartość tego wskaźnika, tym papiery wartościowe częściej zmieniają właściciela<sup>132</sup>.

Różnica w poziomie płynności między giełdami była analizowana przez wielu ekonomistów. Ben R. Marshall wraz ze współpracownikami zbadali poziom płynności na giełdach w 19 krajach rozwijających się, wykorzystując przy tym 9 różnych wskaźników. Wyniki tego badania wykazały, że w gospodarkach słabiej rozwiniętych płynność na rynku giełdowym jest na niższym poziomie<sup>133</sup>. David Lesmond badał płynność giełd papierów wartościowych za pomocą wielu miar w krajach rozwijających się. Jego wyniki pokazały, że w tej grupie krajów są duże różnice w płynności giełd, a jednym z ważnych czynników determinujących jest poziom rozwoju instytucjonalnego<sup>134</sup>. Elżbieta Gruszczyńska-Brożybar

---

<sup>131</sup> Zob.: A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview*, „The World Bank Economic Review”, 1996, 10(2); P. Sadorsky, *Financial development and energy consumption in Central and Eastern European frontier economies*, „Energy Policy”, 2011, 39(2); P.L. Rousseau, P. Wachtel, *Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980–1995*, „Journal of Banking & Finance”, 2000, 24(12).

<sup>132</sup> K.A. El Wassal, *The development of stock markets: In search of a theory*, „International Journal of Economics and Financial Issues”, 2013, (3).

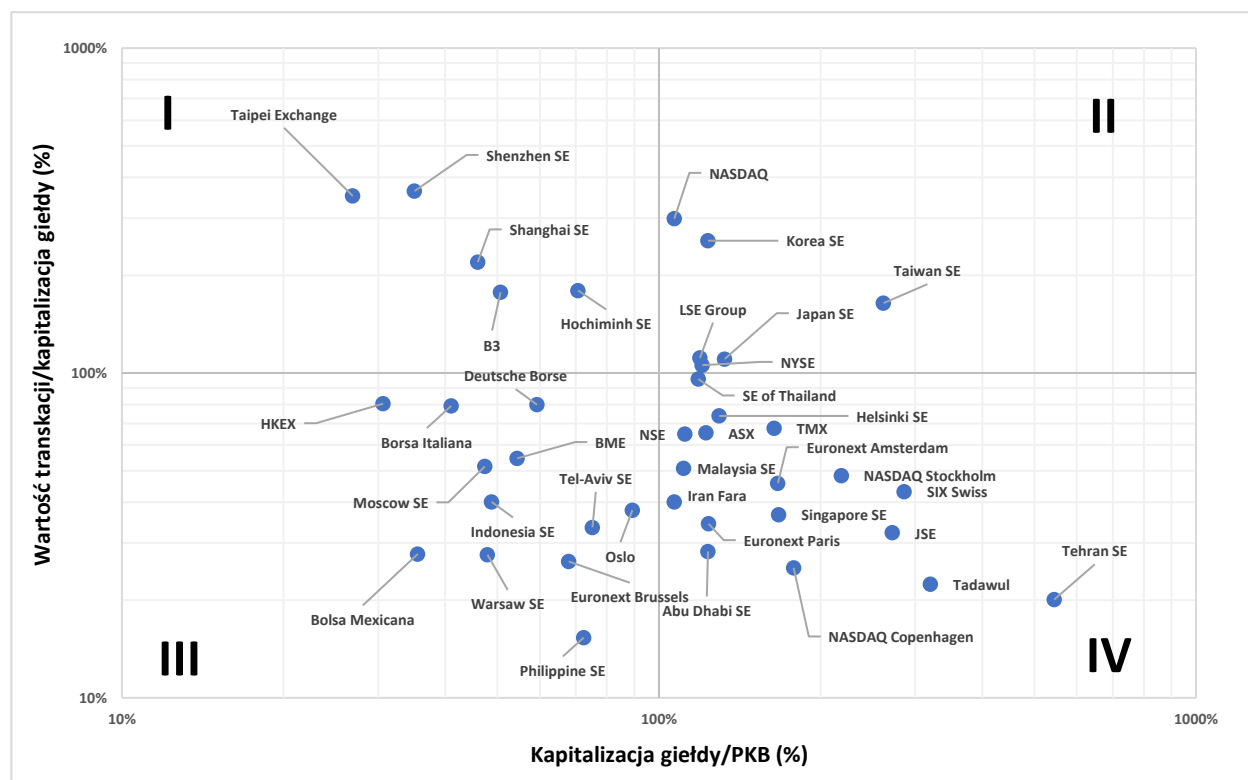
<sup>133</sup> B.R. Marshall, N.H. Nguyen, N. Visaltanachoti, *Liquidity measurement in frontier markets*, „Journal of International Financial Markets”, 2013, (27).

<sup>134</sup> D.A. Lesmond, *Liquidity of emerging markets*, „Journal of Financial Economics”, 2005, 72(2).

analizowała natomiast poziom płynności giełd w Nowym Jorku, Wiedniu i Warszawie w latach 1996-2008. Miarą płynności był iloraz wartości transakcji do kapitalizacji giełdy. Wyniki ujawniły, że o ile na początku badanego okresu poziom płynności na analizowanych giełdach był podobny, to w kolejnych latach płynność na nowojorskiej giełdzie znacznie wzrosła, natomiast w przypadku giełd w Wiedniu i Warszawie pozostała na podobnym poziomie<sup>135</sup>.

Biorąc pod uwagę opisane miary względne dotyczące wielkości i płynności rynku akcji, oprócz podziału według bezwzględnej wielkości kapitalizacji (który został zaprezentowany w tabeli 1.1), można dokonać drugiego podziału poziomu rozwoju giełd papierów wartościowych. Wykres 1.1 pokazuje wartość kapitalizacji 40 największych giełd papierów wartościowych w USD (w 2021 roku) w stosunku do nominalnego PKB w USD (w 2021 roku) (oś X) oraz wartość wszystkich transakcji w USD w stosunku do kapitalizacji giełdy (w 2021 roku) (oś Y).

**Wykres 1.1.** Rozwój giełd papierów wartościowych według miar względnych na koniec 2021 roku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *World Federation Exchange*.

Dane na wykresie 1.1 wskazują na duże zróżnicowanie, jeśli chodzi o poziom płynności i znaczenia giełdy w gospodarce różnych krajów. W pierwszej ćwiartce wykresu znajdują się giełdy o wysokiej wartości transakcji w relacji do wartości rynkowej akcji na danej giełdzie oraz o stosunkowo niedużej wartości kapitalizacji giełdy w stosunku do PKB. Są wśród nich

<sup>135</sup> E. Gruszczyńska-Brożybar, *Płynność jako wyznacznik...*, op. cit.

giełdy z Brazylii, Chin i Wietnamu, czyli gospodarek rozwijających się oraz jedna mniejsza giełda z Tajwanu. W drugiej ćwiartce znajdują się natomiast giełdy o wysokim wskaźniku płynności i dużej wartości kapitalizacji giełdy w odniesieniu do PKB w gospodarce kraju. Są to giełdy o najwyższym poziomie rozwoju z krajów wysoko rozwiniętych: Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii i Korei. Giełdy te najbardziej zbliżone są do amerykańskiego modelu funkcjonowania i odgrywają ważną rolę w finansowaniu podmiotów gospodarczych.

W trzeciej ćwiartce wykresu znajdują się giełdy o niskiej wartości zarówno kapitalizacji giełdy w stosunku do PKB, jak i wartości transakcji w stosunku do kapitalizacji giełdy, które są relatywnie słabiej rozwinięte. Znajdują się w niej giełdy modelu niemieckiego z krajów rozwiniętych (np. Niemiec lub Belgii) oraz krajów rozwijających się (np. Polski czy Indonezji). Mniejsze znaczenie „parkietów” w gospodarkach tych krajów wynika z wielu przyczyn, szczególnie z faktu, że system finansowania podmiotów gospodarczych oparty jest w przeważającym wymiarze na bankach. W ostatniej, czwartej ćwiartce znajdują się giełdy, które mają duże znaczenie w gospodarce kraju, jednak mają stosunkowo mniejszą wartość wskaźnika płynności. Znajdują się w niej giełdy z krajów rozwiniętych oraz rozwijających się.

Podsumowując, giełdy papierów wartościowych mają zróżnicowany poziom rozwoju na świecie. W przypadku bezwzględnej wartości kapitalizacji giełdy, największe z nich znajdują się w USA oraz Chinach, natomiast w przypadku wartości miar względnych, najlepiej rozwinięte giełdy są w krajach o wysokim dochodzie per capita, w których finansowanie spółek z rynku kapitałowego ma większe znaczenie niż w krajach o systemie bankowym, a więc w krajach z amerykańskim modelem giełd.

#### 1.3.2.3. Czynniki determinujące poziom rozwoju giełd

Giełdy papierów wartościowych leżą w centrum nie tylko rynku kapitałowego, ale także całego systemu gospodarczego. Badania Rossa Levine oraz Sary Zervos wskazują, że rozwój giełd papierów wartościowych wpływa pozytywnie na wzrost gospodarczy w długim okresie<sup>136</sup>. Jest to wynikiem realizowania przez giełdę wysokiej jakości usług pośrednictwa finansowego na szeroką skalę. Innymi słowy, rozwinięty rynek akcji pozwala inwestorom na znalezienie ponadprzeciętnych projektów inwestycyjnych, gdzie ryzyko straty kapitału jest niższe niż gdzie indziej.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa zestawy czynników, które wpływają na poziom

---

<sup>136</sup> R. Levine, S. Zervos, *Stock market development and long-run growth*, „The World Bank Economic Review”, 1996, 10(2).

rozwoju giełd papierów wartościowych. Pierwszym są czynniki makroekonomiczne, które obejmują poziom rozwoju gospodarczego, inflację czy też poziom przepływów kapitału między gospodarkami. Ich rolę potwierdza analiza Valeriano Garcii oraz Lina Liu, którzy badali gospodarki i rynki akcji z 15 krajów rozwijających się. Wyniki pokazały, że poziom rozwoju gospodarczego ma istotny wpływ na wartość kapitalizacji giełd<sup>137</sup>.

Druga grupa uwarunkowań determinujących poziom rozwoju giełd to czynniki instytucjonalne. Obejmują one takie aspekty, jak stan regulacji prawnych i nadzorczych, a także czynniki kulturowe. Determinanty te są równie ważne co uwarunkowania makroekonomiczne. Należy także nadmienić, że te dwa zestawy czynników są ze sobą powiązane, ponieważ otoczenie instytucjonalne wpływa na stabilność makroekonomiczną, zaś sprzyjające warunki makroekonomiczne pozytywnie oddziałują na rozwój instytucjonalny w kraju<sup>138</sup>. Co istotne w kontekście niniejszej pracy, dużą rolę w procesie rozwoju giełdy papierów wartościowych ma państwo, które powinno zapewnić odpowiednie wstępne warunki do rozwoju giełd. Jest to szczególnie ważne w krajach rozwijających się, gdzie rządy muszą odgrywać bardziej aktywną rolę w rozwoju rynków akcji i często tworzyć je od podstaw<sup>139</sup>.

### **1.3.3. Internacjonalizacja giełd papierów wartościowych**

Postęp technologiczny oraz zmiany regulacyjne zwiększające przejrzystość rynków stworzyły sprzyjające warunki dla spółek do emisji papierów wartościowych, w tym akcji, oraz dla inwestorów do alokacji kapitału na zagranicznych giełdach papierów wartościowych. Zjawiska te spowodowały internacjonalizację działalności giełd. Jednym z kluczowych wskaźników tej internacjonalizacji jest zasięg ich funkcjonowania, poprzez który rozumiem udział zagranicznych podmiotów w podstawowych wskaźnikach rozwoju giełd, oraz obszar geograficzny, z którego giełdy pozyskują emitentów i inwestorów.

Spółki emitują swoje akcje na zagranicznych giełdach często ze względu na słaby poziom rozwoju lokalnej giełdy, który powoduje trudność pozyskiwania na niej kapitału oraz zwiększa ryzyko transakcji. Dlatego giełdy o wyższym poziomie rozwoju skuteczniej przyciągają zagranicznych emitentów i mają międzynarodową skalę funkcjonowania. W ten sposób rozwój giełdy przyczynia się do powstania centrów finansowych, czyli miast lub regionów, w których koncentruje się działalność finansowa w danym kraju, regionie lub na świecie.

Na podstawie kryterium zasięgu funkcjonowania można wyróżnić giełdy o znaczeniu

---

<sup>137</sup> V.F. Garcia, L. Liu, *Macroeconomic determinants of stock market development*, „Journal of applied Economics”, 1999, 2(1).

<sup>138</sup> K.A. El Wassal, *The development of stock...*, op. cit.

<sup>139</sup> World Bank, *Capital markets...*, op. cit.

krajowym, regionalnym oraz globalnym. Giełdy krajowe to rynki akcji, które wprowadzić mogą być połączone z rynkami zagranicznymi, jednak to połączenie jest na stosunkowo niskim poziomie, a liczba zagranicznych uczestników giełdy jest dosyć mała. Ich cechą charakterystyczną jest zazwyczaj także niska wartość kapitalizacji w stosunku do PKB. Rynki nieco bardziej zinternacjonalizowane to giełdy regionalne, na których swoje papiery wartościowe często emitują podmioty z sąsiednich krajów. Giełdy globalne natomiast spełniają funkcję rynku kapitałowego nie tylko dla krajowych, ale także zagranicznych emitentów, często dla korporacji międzynarodowych niemal z całego świata<sup>140</sup>. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że cechą charakterystyczną giełd globalnych jest relacja kapitalizacji do PKB, która przekracza 100%, jednak nie jest to jedyna i kluczowa determinanta<sup>141</sup>.

Pewien obraz zasięgu funkcjonowania giełd może dawać liczba zagranicznych spółek, które są notowane na danej giełdzie papierów wartościowych oraz wartość transakcji, których przedmiotem były wyemitowane przez nich papiery wartościowe. Tabela 1.2 przedstawia zestawienie giełd z liczbą zagranicznych spółek oraz ich udziałem w ogóle transakcji (w tabeli zawarto giełdy, dla których dostępne były dane oraz które miały przynajmniej jedną notowaną zagraniczną spółkę).

Z danych zawartych w tabeli 1.2 wynika, że giełdy, które znalazły się w zestawieniu 25 największej kapitalizacji na świecie, charakteryzują się dużym zróżnicowaniem, jeśli chodzi o liczbę i udział w transakcjach zagranicznych spółek, które są na nich notowane. Zdecydowanie największy udział w transakcjach zagraniczne spółki miały na giełdzie w Londynie, gdzie przekraczał on ponad 50% wartości wszystkich transakcji. Zagraniczne spółki miały także duży udział w transakcjach na giełdach w Johannesburgu, Amsterdamie, Frankfurtu oraz na giełdzie *NYSE*, a nieco mniej na giełdach *NASDAQ* oraz w Moskwie. W przypadku bezwzględnej liczby zagranicznych spółek najwięcej z nich funkcjonuje na giełdach *NASDAQ*, *NYSE* oraz w Moskwie. Warto zaznaczyć, że na ostatniej wymienionej giełdzie ich udział w liczbie wszystkich spółek wynosił ponad 70%, co jest prawdopodobnie związane z dużą liczbą spółek, które pochodzą z byłych republik radzieckich.

Na podstawie wartości kapitalizacji oraz wyżej wymienionych wskaźników do giełd o globalnym zasięgu funkcjonowania można zatem zaliczyć giełdy amerykańskie (*NASDAQ*, *NYSE*) oraz *London Stock Exchange*. Mniejszy zasięg funkcjonowania mają giełdy papierów

---

<sup>140</sup> L. Pietrewicz, *Perspektywy rozwoju giełdy papierów wartościowych w Warszawie*, „Studia Ekonomiczne”, INE PAN, 2013, 4(79).

<sup>141</sup> M. Dusza, *Rynek kapitałowy*, [w:] *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 286-290.

wartościowych, które klasyfikuje się jako giełdy regionalne. Można do nich zaliczyć rynki z RPA, Francji, Niemiec, Tajwanu, Rosji, Szwajcarii czy Holandii. Charakteryzują się one mniejszą liczbą spółek zagranicznych oraz mniejszym ich udziałem w wartości transakcji. Często spółki zagraniczne notowane na tych giełdach pochodzą z sąsiednich krajów. Jako kolejną grupę można wyróżnić giełdy papierów wartościowych, których udział i znaczenie zagranicznych spółek jest marginalne, czyli są to giełdy, na których notowane są głównie spółki krajowe, jak np. giełdy z Brazylii czy Korei. Ciekawym przypadkiem są chińskie giełdy z Shenzhen oraz Szanghaju, które należą do grupy największych rynków akcji na świecie. Jednak na koniec 2021 roku nie występowały na nich spółki zagraniczne, co jest wynikiem pewnych administracyjnych ograniczeń dla obecności zagranicznych spółek na giełdach wprowadzanych przez władze chińskie.

**Tabela 1.2.** Spółki zagraniczne na największych giełdach świata (2021 r.)

| Lp. | Giełda                          | Kapitał.<br>(mld<br>USD) | Liczba<br>spółek | Liczba<br>spółek<br>zagr. | Spółki<br>zagr. (%) | Transakcje<br>spółek zagr.<br>(%) * |
|-----|---------------------------------|--------------------------|------------------|---------------------------|---------------------|-------------------------------------|
| 1.  | <i>NYSE</i>                     | 27 687                   | 2 525            | 600                       | 23,8                | 22,1                                |
| 2.  | <i>NASDAQ</i>                   | 24 557                   | 3 678            | 798                       | 21,7                | 13,4                                |
| 3.  | <i>Shanghai Stock Exch.</i>     | 8 155                    | 2 037            | 0                         | 0,0                 | 0,0                                 |
| 4.  | <i>Japan Exchange Group</i>     | 6 544                    | 3 824            | 6                         | 0,2                 | 0,1                                 |
| 5.  | <i>Shenzhen Stock Exch.</i>     | 6 220                    | 2 578            | 0                         | 0,0                 | 0,0                                 |
| 6.  | <i>HKEX</i>                     | 5 434                    | 2 572            | 184                       | 7,2                 | 2,2                                 |
| 7.  | <i>LSE Group</i>                | 3 800                    | 1 998            | 352                       | 17,6                | 54,1                                |
| 8.  | <i>Paris Euronext</i>           | 3 635                    | 849              | 111                       | 13,1                | 8,7                                 |
| 9.  | <i>NSE of India</i>             | 3 548                    | 2 053            | 0                         | 0,0                 | 0,0                                 |
| 10. | <i>TMX Group</i>                | 3 264                    | 3 504            | 49                        | 1,4                 | 1,2                                 |
| 11. | <i>Tadawul</i>                  | 2 671                    | 224              | 0                         | 0,0                 | 0,0                                 |
| 12. | <i>Deutsche Boerse AG</i>       | 2 503                    | 493              | 50                        | 10,1                | 22,6                                |
| 13. | <i>SIX Swiss Exchange</i>       | 2 328                    | 232              | 12                        | 5,2                 | 5,6                                 |
| 14. | <i>Korea Exchange</i>           | 2 219                    | 2 406            | 23                        | 1,0                 | 0,6                                 |
| 15. | <i>Taiwan Stock Exchange</i>    | 2 029                    | 970              | 89                        | 9,2                 | 3,5                                 |
| 16. | <i>ASX Australian SE</i>        | 1 887                    | 2 136            | 159                       | 7,4                 | 6,1                                 |
| 17. | <i>Amsterdam Euronext</i>       | 1 695                    | 161              | 41                        | 25,5                | 24,1                                |
| 18. | <i>NASDAQ Stockholm</i>         | 1 372                    | 366              | 72                        | 22,2                | 24,2                                |
| 19. | <i>Tehran Stock Exchange</i>    | 1 261                    | 380              | b.d.                      | b.d.                | b.d.                                |
| 20. | <i>Johannesburg SE</i>          | 1 143                    | 324              | 72                        | 22,2                | 24,2                                |
| 21. | <i>Borsa Italiana</i>           | 862                      | 403              | 3                         | 0,7                 | b.d.                                |
| 22. | <i>Moscow Exchange</i>          | 842                      | 719              | 509                       | 70,8                | 12,9                                |
| 23. | <i>B3 - Brasil Bolsa Balcão</i> | 816                      | 385              | 4                         | 1,0                 | 2,5                                 |
| 24. | <i>BME Spanish Exch.</i>        | 776                      | 2 585            | 27                        | 1,0                 | 0,8                                 |
| 25. | <i>NASDAQ Copenhagen</i>        | 708                      | 125              | b.d.                      | b.d.                | b.d.                                |

\*Udział procentowy wartości transakcji giełdowych spółek zagranicznych w wartości wszystkich transakcji na danej giełdzie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z World Federation Exchange.

W procesie rozwoju giełd papierów wartościowych istotnym elementem jest nawiązywanie i rozwijanie współpracy międzynarodowej. Dlatego innym aspektem umiędzynarodowienia

funkcjonowania giełd są zawiązywane współpracy i konsolidacje pomiędzy nimi (zwane również aliansami). Potrzeba konsolidacji giełd została nasilona poprzez coraz większe wymogi i dbałość o unifikację w ramach światowego systemu giełdowego oraz nastawienia giełd papierów wartościowych na poprawę wyniku finansowego. W ten sposób giełdy mogą wykorzystać efekty skali do przyciągania uczestników rynku kapitałowego. W procesie tym kluczową rolę odgrywają fundusze inwestycyjne, występujące w podwójnej roli – zarówno jako gracze giełdowi, jak i akcjonariusze samej giełdy. Jedną z pierwszych konsolidacji miała miejsce na początku XXI wieku. Została ona zainicjowana przez giełdy we Francji, Belgii oraz Holandii, w ten sposób powstała giełda *Euronext*<sup>142</sup>.

Konsolidacja giełd wpływa również na spółki. Te, które są notowane na większych giełdach, mają dostęp do większej bazy inwestorów, mają mniejszy koszt pozyskania kapitału, mogą łatwiej pozyskać inwestora strategicznego, korzystają z większej płynności akcji oraz wiarygodności wobec kredytodawców. Niemniej jednak obecność spółek na skonsolidowanej giełdzie może przyczyniać się do powstawania ryzyka walutowego podczas emisji papierów wartościowych, w przypadku giełd posługujących się w transakcjach inną walutą niż ta, którą spółka wykorzystuje w swoich transakcjach. Niekorzystna zmiana kursu może spowodować, że dokonywanie transakcji na giełdzie będzie nieopłacalne<sup>143</sup>.

W analizowanej grupie największych giełd papierów wartościowych poszczególne giełdy również stworzyły alianse między sobą. Można je podzielić na trzy grupy, czyli konsolidacje globalne, regionalne oraz krajowe. Do konsolidacji globalnych można zaliczyć grupę *NASDAQ*, która obejmuje trzy giełdy w USA, oraz siedem w Europie. Do grupy regionalnej zaliczane są natomiast giełdy, które rozpoczęły współpracę na obszarze jednego regionu geograficznego. W omawianej próbie giełd do aliansów regionalnych można zaliczyć giełdę *Euronext* oraz *SIX Group*. Do grupy *Euronext* zaliczane są giełdy w Amsterdamie, Paryżu, Brukseli, Mediolanie i Oslo. Natomiast do *SIX Group* zaliczamy giełdy w Zurychu oraz Madrycie. Niektóre giełdy powstały poprzez konsolidację rynków krajowych. W ten sposób stworzyły większy podmiot, który ma możliwość konkurowania z innymi giełdami ulokowanymi poza daną gospodarką. Do takich giełd można zaliczyć rynki akcji z Korei, Japonii oraz Rosji.

---

<sup>142</sup> H. Zadora, *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym: motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2011, s. 128-130.

<sup>143</sup> Ibidem, s. 130-131.

### 1.3.4. Struktura własnościowa współczesnych giełd

#### 1.3.4.1. Uwagi wstępne

W poprzednich częściach pracy pokazałem, że giełdy papierów wartościowych są organizacjami, które podlegają ciągłym przemianom w wielu aspektach. Badania historyczne i porównawcze ukazują dość szerokie spektrum form organizacji giełd papierów wartościowych. Dopiero w ostatnich latach wzorce organizacji giełd i ładu korporacyjnego wydają się być zbieżne na całym świecie i ulegają pewnej konwergencji<sup>144</sup>. Pomimo tego różnice instytucjonalne w formie organizacji giełd papierów wartościowych wciąż są obecne. Jednym z ich ważnych przejawów są różnice w strukturze własności giełd.

Problem własności giełd papierów wartościowych jest elementem szerszej debaty na temat zasadności istnienia poszczególnych form własnościowych w gospodarce. W przypadku giełd dotyczy w szczególności ich roli w regulacji i nadzorze nad spółkami giełdowymi. Początkowo – jak już wspomniałem w punkcie 1.3.1 – podmioty te miały głównie spółdzielczą strukturę własności, a własność państwowa giełd papierów wartościowych była stosunkowo rzadka. W kolejnych dziesięcioleciach struktura własności ewoluowała. Raport OECD wskazuje, że do początku lat 90. XX wieku giełdy miały głównie strukturę spółdzielczą lub były własnością państwa. Sytuacja ta zaczęła się zmieniać w ciągu ostatnich 30 lat, od kiedy rozpoczął się proces demutualizacji giełd, a mówiąc ściślej operatorów giełdowych, którzy organizują rynek. Operatorzy ci stali się głównie własnością inwestorów prywatnych, a ich akcje często same są notowane na giełdach<sup>145</sup>. Giełdy są najczęściej przedsiębiorstwami nastawionymi na osiąganie zysków, niekiedy mogą też mieć postać organizacji non-profit. W mniejszości są giełdy państwowe, czy pisząc dokładniej – kontrolowane przez państwo.

#### 1.3.4.2. Giełdy kontrolowane przez prywatnych akcjonariuszy

Od lat 90. XX wieku, pod wpływem takich czynników, jak zmiana zachowań i przyzwyczajeń inwestorów, deregulacji rynków finansowych oraz rozwój technologii informacyjnej, giełdy zaczęły konkurować silniej między sobą. Przyczyniło się to do procesu ich demutualizacji, który polega na zmianie struktury własnościowej i organizacyjnej, najczęściej z własności spółdzielczej na własność prywatną<sup>146</sup>. Prekursorem była giełda w Sztokholmie, która zmieniła swoją strukturę organizacji na początku ostatniej dekady XX

---

<sup>144</sup> J. Köndgen, *Ownership...*, op. cit.

<sup>145</sup> OECD 2013, *Privatisation and demutualisation of MENA stock exchanges: To Be or Not To Be?*, OECD Working Paper.

<sup>146</sup> R. Aggarwal, *Demutualization and corporate governance of stock exchanges*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2002, 15(1).

wieku, a w ślad za nią poszło wiele innych giełd. W wyniku tego procesu podmioty te najczęściej przybierały formę spółek akcyjnych, które następnie dokonywały publicznej emisji swoich akcji. Poprzedni właściciele sprzedawali swoje udziały inwestorom zewnętrznym, co zmniejszało ich wpływ na zarządzanie<sup>147</sup>.

Proces demutualizacji giełd sprawnie przebiegł na największych giełdach papierów wartościowych. W przypadku *NYSE* dokonał się w dwóch etapach. W 2005 roku *NYSE* przekształcona została w spółkę giełdową, a akcjonariuszami zostali dotychczasowi właściciele. Następnie *NYSE* zostało przejęte przez *Intercontinental Exchange*, który jest jednym z największych operatorów giełdowych na świecie. Giełda *NASDAQ* proces demutualizacji rozpoczęła nieco wcześniej, już w roku 2000, a dwa lata później giełda stała się spółką publiczną. Obecnie jej największymi akcjonariuszami są instytucje finansowe. Proces demutualizacji *London Stock Exchange* rozpoczął się w 2001 roku, gdy jej akcje dostały dopuszczenie do obrotu giełdowego. W pierwszych latach po demutualizacji jednym z największych akcjonariuszy *LSE* był *NASDAQ*, jednak w kolejnych latach struktura własnościowa uległa zmianie, a obecnie największymi akcjonariuszami są instytucje finansowe. Kolejna duża giełda, *Tokyo Stock Exchange*, rozpoczęła proces zmiany formy prawnej w 2001 r. i również stała się spółką notowaną na giełdzie. W kolejnych latach połączyła się z giełdą w Osace, tworząc *Tokyo Stock Exchange Group*. Podobnie do *NASDAQ* oraz *London Stock Exchange* do jej największych akcjonariuszy należą instytucje finansowe. Warto zwrócić uwagę, że w przypadku największych światowych giełd z reguły ich starzy właściciele stracili wpływ na zarządzanie nimi.

Na początku XXI wieku, gdy demutualizacja wielu giełd dopiero się rozpoczynała, OECD pisała, że proces ten przyczyni się do wielu pozytywnych efektów, zarówno dla samych podmiotów jak i jej uczestników<sup>148</sup>. Wiele badań empirycznych potwierdziło te przypuszczenia. Przykładowo analiza Barisa Serifsoya wskazała, że zdemutualizowane giełdy posiadają wyższą efektywność techniczną niż przed zmianą sposobu organizacji<sup>149</sup>. Z kolei analiza Islama Azzama, obejmująca 11 giełd papierów wartościowych wskazuje, że demutualizacja zwiększyła płynność, wielkość i wyniki giełdy, a także zmniejszyła jej zadłużenie<sup>150</sup>. Do podobnych wniosków doszli także Arwa Morsa oraz Kami Rwegasira<sup>151</sup>.

---

<sup>147</sup> B. Serifsoy, *Demutualization, outsider ownership, and stock exchange performance: empirical evidence*, „Economics of Governance”, 2008, (9).

<sup>148</sup> R. Aggarwal, *Demutualization...*, op. cit.

<sup>149</sup> B. Serifsoy, *Demutualization, outsider...*, op. cit.

<sup>150</sup> I. Azzam, *Stock exchange demutualization and performance*, „Global Finance Journal”, 2010, 21(2).

<sup>151</sup> A. Morsy, K. Rwegasira, *An empirical investigation of the demutualization impact on market performance of stock exchanges*, „International Research Journal of Finance and Economics”, 2010, (40).

Tabela 1.3 zawiera zestawienie giełd o prywatnej strukturze własności z grupy 40 największych rynków akcji na świecie. Dane pokazują, że większość największych giełd papierów wartościowych należy do inwestorów prywatnych. Łącznie w grupie 40 największych giełd jest ich aż 26. Warto zwrócić uwagę, że niemal wszystkie z nich mają zdemutualizowaną strukturę (oprócz giełdy w Indonezji), a zdecydowana większość z nich ma formę spółki giełdowej.

**Tabela 1.3.** Największe światowe giełdy papierów wartościowych o prywatnej i spółdzielczej strukturze własności (stan na koniec 2021 r.)

| Lp. | Nazwa                            | Kraj         | Formuła własnościowa      | Kapitalizacja (mld USD) |
|-----|----------------------------------|--------------|---------------------------|-------------------------|
| 1   | <i>NYSE</i>                      | Stany Zjedn. | Przedsiębiorstwo prywatne | 27 686,92               |
| 2   | <i>NASDAQ</i>                    | Stany Zjedn. | Spółka giełdowa           | 24 557,07               |
| 3   | <i>Japan Exchange Group</i>      | Japonia      | Spółka giełdowa           | 6 544,30                |
| 4   | <i>HKEX</i>                      | Chiny        | Spółka giełdowa           | 5 434,18                |
| 5   | <i>LSE Group</i>                 | Wielka Bryt. | Spółka giełdowa           | 3 799,46                |
| 6   | <i>Paris Euronext</i>            | Francja      | Spółka giełdowa           | 3 635,06                |
| 7   | <i>TMX Group</i>                 | Kanada       | Spółka giełdowa           | 3 264,14                |
| 8   | <i>Deutsche Boerse AG</i>        | Niemcy       | Spółka giełdowa           | 2 503,05                |
| 9   | <i>SIX Swiss Exchange</i>        | Szwajcaria   | Przedsiębiorstwo prywatne | 2 327,70                |
| 10  | <i>Korea Exchange</i>            | Korea Płd.   | Spółka giełdowa           | 2 218,66                |
| 11  | <i>ASX Australian SE</i>         | Australia    | Spółka giełdowa           | 1 887,40                |
| 12  | <i>Amsterdam Euronext</i>        | Niderlandy   | Spółka giełdowa           | 1 695,26                |
| 13  | <i>NASDAQ Stockholm</i>          | Szwecja      | Spółka giełdowa           | 1 371,52                |
| 14  | <i>Johannesburg SE</i>           | RPA          | Spółka giełdowa           | 1 143,00                |
| 15  | <i>Borsa Italiana</i>            | Włochy       | Spółka giełdowa           | 861,53                  |
| 16  | <i>B3 - Brasil Bolsa Balcão</i>  | Brazylia     | Spółka giełdowa           | 815,88                  |
| 17  | <i>BME Spanish Exchanges</i>     | Hiszpania    | Przedsiębiorstwo prywatne | 775,65                  |
| 18  | <i>NASDAQ Copenhagen</i>         | Dania        | Spółka giełdowa           | 707,51                  |
| 19  | <i>Singapore Exchange</i>        | Singapur     | Spółka giełdowa           | 663,39                  |
| 20  | <i>Indonesia Stock Exchange</i>  | Indonezja    | Własność spółdzielcza     | 578,63                  |
| 21  | <i>Bolsa Mexicana de Valores</i> | Meksyk       | Spółka giełdowa           | 459,71                  |
| 22  | <i>Oslo Euronext</i>             | Norwegia     | Spółka giełdowa           | 430,47                  |
| 23  | <i>Brussels Euronext</i>         | Belgia       | Spółka giełdowa           | 407,43                  |
| 24  | <i>NASDAQ Helsinki</i>           | Finlandia    | Spółka giełdowa           | 387,30                  |
| 25  | <i>Tel-Aviv Stock Exchange</i>   | Izrael       | Spółka giełdowa           | 362,12                  |

\* Tabela nie obejmuje giełd *Iran Fara Bourse* oraz *Tehran Stock Exchange*, ze względu na brak danych dotyczących struktury własności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *World Federation Exchange*.

#### 1.3.4.3. Giełdy kontrolowane przez państwowego akcjonariusza

W grupie największych 40 światowych giełd ok. 30%<sup>152</sup> są to giełdy kontrolowane przez państwo. Wśród nich zdecydowaną większość stanowią giełdy o mieszanej, państwowo-prywatnej strukturze własności, a tylko trzy giełdy mają wyłącznie państwowego właściciela. Ich zestawienie przedstawia tabela 1.4.

<sup>152</sup> Piszę "około", bo dla trzech giełd nie udało mi się ustalić ich struktury własnościowej.

**Tabela 1.4.** Największe giełdy papierów wartościowych kontrolowane przez państwo (stan na koniec 2021 r.)

| Lp. | Nazwa                          | Kraj      | Formuła własnościowa   | Kapitaliz. (mld USD) |
|-----|--------------------------------|-----------|------------------------|----------------------|
| 1   | <i>Shanghai Stock Exchange</i> | Chiny     | Organizacja non-profit | 8 154,69             |
| 2   | <i>Shenzhen Stock Exchange</i> | Chiny     | Organizacja non-profit | 6 219,83             |
| 3   | <i>NSE of India</i>            | Indie     | Spółka giełdowa        | 3 548,02             |
| 4   | <i>Tadawul</i>                 | Arabia S. | Przeds. państwowe      | 2 671,33             |
| 5   | <i>Taiwan Stock Exchange</i>   | Tajwan    | Przeds. państwowe      | 2 029,13             |
| 6   | <i>Moscow Exchange</i>         | Rosja     | Spółka giełdowa        | 841,85               |
| 7   | <i>The SE of Thailand</i>      | Tajlandia | Organizacja non-profit | 598,91               |
| 8   | <i>Abu Dhabi SE</i>            | ZEA       | Organizacja non-profit | 442,77               |
| 9   | <i>Bursa Malaysia</i>          | Malezja   | Spółka giełdowa        | 414,29               |
| 10  | <i>Warsaw Stock Exchange</i>   | Polska    | Spółka giełdowa        | 323,07               |
| 11  | <i>Hochiminh SE</i>            | Wietnam   | Organizacja non-profit | 256,39               |
| 12  | <i>Taipei Exchange</i>         | Tajwan    | Przeds. państwowe      | 208,46               |

\* Tabela nie obejmuje giełd Iran Fara Bourse oraz Tehran Stock Exchange, ze względu na brak danych dotyczących struktury własności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *World Federation Exchange*.

Wszystkie największe giełdy kontrolowane przez rządy powstały stosunkowo niedawno, najstarsza z nich to *Taiwan Stock Exchange*, która została utworzona w 1961 roku. Większość z tych giełd (oprócz obu „parkietów” w Tajwanie), znajduje się w gospodarkach rozwijających się. Warto również zwrócić uwagę na to, że giełdy te różnią się formą organizacji. Pięć z nich to podmioty nienastawione na zysk, których prawdopodobnie głównym celem funkcjonowania jest spełnianie określonych celów publicznych. Wszystkie one znajdują się w Azji. Kolejne trzy giełdy mają formę przedsiębiorstw państwowych, a cztery to spółki giełdowe kontrolowane przez państwo. W przypadku wartości kapitalizacji zdecydowanie dominują giełdy zorganizowane w formie podmiotów non-profit. Łączna wartość kapitalizacji tego rodzaju giełd wynosi 15 672 mld USD, czyli niemal tyle samo, co łączna wartość kapitalizacji giełd, które są spółkami giełdowymi kontrolowanymi przez państwo oraz przedsiębiorstwami państwowymi.

Specyficzną cechą giełd papierów wartościowych, które są w całości własnością i pod kontrolą państwa, jest to, że rządy mogą ingerować w ich operacje i zarządzanie. Natomiast przypadku giełd o mieszanej, państwowo-prywatnej, strukturze własności, może następować konflikt interesów między państwowym a prywatnym akcjonariuszem, ponieważ państwowy właściciel w mniejszym stopniu może brać pod uwagę cele ekonomiczne. Raport OECD wskazuje, że w pełni sprywatyzowane giełdy mają większy dostęp do kapitału w porównaniu do ich państwowych odpowiedników. W modelu sprywatyzowanym oddzielenie akcjonariuszy, zarządu i użytkowników powinno zasadniczo sprzyjać poszukiwaniu możliwości biznesowych, elastyczności i lepszemu podejmowaniu decyzji strategicznych<sup>153</sup>.

Analiza literatury na temat państwa jako właściciela giełd papierów wartościowych, choć

<sup>153</sup> OECD, *Privatisation and...*, op. cit.

skromna, pozwala wyłonić następujące czynniki, które determinują ich formę własności:

- a) potrzeby finansowe rządu,
- b) skuteczna kontrola giełdy,
- c) rozwój rynku kapitałowego i transformacja gospodarki.

Dwa pierwsze czynniki odegrały istotną rolę w kontekście historycznym, natomiast w warunkach współczesnej gospodarki ich znaczenie jest marginalne. Z tego względu skupię się wyłącznie na omówieniu trzeciej przyczyny. Obecnie giełdy papierów wartościowych są własnością państwa ze względu na ich rolę w tworzeniu i rozwijaniu rynków kapitałowych w ramach danej gospodarki, co jest szczególnie charakterystyczne dla krajów rozwijających się. Takim przykładem są giełdy w krajach postsocjalistycznych jak Polska czy Węgry, gdzie organizacje te tworzone były niemal od podstaw. W niektórych krajach ważnym celem utworzenia giełd papierów wartościowych była także prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Taka sytuacja istniała w Chinach, gdzie tworzenie rynków akcji było jednym z kluczowych elementów reform przedsiębiorstw państwowych<sup>154</sup>. Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych była również pośrednim celem utworzenia giełdy w Polsce, którą traktowano początkowo jako narzędzie do relatywnie szybkiej i transparentnej prywatyzacji największych przedsiębiorstw państwowych. Trzeba dodać, że pierwszymi spółkami, które emitowały swoje akcje na warszawskiej giełdzie, były właśnie prywatyzowane przedsiębiorstwa państwowe.

## 1.4. Podsumowanie

W rozdziale 1 przedstawiłem ramy teoretyczne niniejszej pracy. Analiza literatury obejmowała zagadnienia rynku kapitałowego ze szczególnym uwzględnieniem giełd papierów wartościowych. W pierwszym podrozdziale zdefiniowałem pojęcie rynku kapitałowego, przedstawiłem także jego podziały i zbadałem funkcje oraz znaczenie dla gospodarek. Rynek kapitałowy spełnia wiele kluczowych funkcji w gospodarce kraju, które powodują, że jest ważną częścią systemu finansowego i gospodarczego. Rynek kapitałowy odpowiada za finansowanie gospodarki, efektywną alokację zasobów, ułatwia rządowi realizować politykę gospodarczą, w tym politykę właścicielską.

W drugim podrozdziale zaprezentowałem funkcje państwa na rynku kapitałowym. Pierwsza z nich dotyczy sfery regulacyjnej. Rynek kapitałowy, jak każdy rynek, cechuje się pewnymi zawodnościami, które mogą zaburzyć jego prawidłowe funkcjonowanie. Rządy starają się ograniczyć ryzyko ich występowania, ustanawiając odpowiednie regulacje. Nie zawsze są one

---

<sup>154</sup> S.M. Wong, *China's stock market: a marriage of capitalism and socialism*, „Cato Journal”, 2006, 26(3).

skuteczne, przez co na rynku kapitałowym mogą pojawić się wstrząsy lub zaburzenia, zagrażające realnej gospodarce. Dlatego państwo może i powinno interweniować na rynku kapitałowym, aby załagodzić te zaburzenia. Zatem druga funkcja państwa polega na dokonywaniu interwencji na tym rynku w celu jego stabilizacji. Co istotne w kontekście niniejszej pracy, poprzez interwencje na rynku instrumentów udziałowych, państwa mogą stawać się akcjonariuszami spółek giełdowych. Trzecia funkcja – partycypacyjna – odnosi się głównie do realizacji polityki gospodarczej poprzez rynek kapitałowy. Ułatwia ona bankom centralnym realizację polityki pieniężnej, natomiast rządowi polityki fiskalnej oraz właścicielskiej.

W podrozdziale trzecim scharakteryzowałem giełdy papierów wartościowych. Z analizy retrospektywnej wynika, że na przestrzeni lat przeszły one wiele zmian, jeśli chodzi o organizację, funkcjonowanie oraz strukturę właścicielską. Zaprezentowany został także przegląd giełd papierów wartościowych ze względu na poziom rozwoju, zasięg funkcjonowania oraz strukturę właścicielską. Wyniki analizy pokazały, że najlepiej rozwinięte giełdy mieszczą się w Stanach Zjednoczonych (*NYSE*, *NASDAQ*), oraz Londynie. Warto podkreślić, że są to giełdy o globalnym zasięgu funkcjonowania. Zdecydowana większość giełd papierów wartościowych ma prywatną strukturę właścicielską. Giełdy kontrolowane przez państwo znajdują się głównie w krajach słabiej rozwiniętych, w których państwo odgrywało i nadal odgrywa ważną rolę w gospodarce. Giełdy papierów wartościowych kontrolowane przez państwo mają także znacznie mniejszą wartość kapitalizacji notowanych spółek niż ich prywatne odpowiedniki.

## **2. Spółki giełdowe kontrolowane przez państwo jako przedmiot badań ekonomicznych**

### **2.1. Spółki kontrolowane przez państwo jako szczególny typ spółek giełdowych**

#### **2.1.1. Identyfikacja i cechy spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo**

We współczesnych gospodarkach rynkowych dominuje prywatna własność przedsiębiorstw. To właśnie tego rodzaju podmioty odpowiadają za powstawanie licznych innowacji oraz dostarczanie większości produktów i usług w wysoko rozwiniętych gospodarkach. Niemniej jednak, mimo dominacji sektora prywatnego, przedsiębiorstwa kontrolowane przez państwo odgrywają znaczącą rolę w wielu gospodarkach na całym świecie.

Na wielu współczesnych giełdach papierów wartościowych notowana jest znaczna liczba spółek, które mają w swojej strukturze własnościowej państwowego akcjonariusza. Według raportu autorstwa Adrian de La Cruz i in. sektor publiczny (rozumiany jako rządy centralne, samorządy lokalne, publiczne fundusze emerytalne, przedsiębiorstwa państwowe i państwowe fundusze majątkowe) w skali całego świata jest drugim co do wielkości rodzajem inwestora pod względem wartości posiadanych udziałów w spółkach. Ich skumulowana wartość odpowiada za ok. 14% światowej kapitalizacji rynku akcji<sup>155</sup>.

Trzeba wyraźnie podkreślić, że spółki giełdowe z udziałami właścicielskimi państwa dzielą się na dwie główne grupy. Pierwsza z nich to spółki, w których udziały państwa są na tyle niewielkie, że państwowy akcjonariusz ma nieznaczący wpływ na ich funkcjonowanie. Ta grupa spółek giełdowych, z udziałami państwa zwykle mniejszymi niż 5%, leży poza zainteresowaniami niniejszej rozprawy. Druga grupa obejmuje spółki, w których państwo bezpośrednio lub pośrednio poprzez inny podmiot kontrolowany przez państwo posiada na tyle znaczące udziały, że zapewnia im to istotny, największy ze wszystkich akcjonariuszy, wpływ na funkcjonowanie spółek. Dokładniej rzecz ujmując, umożliwia to państwu uzyskanie określonego stopnia kontroli korporacyjnej nad tymi spółkami. W niniejszej rozprawie tę grupę podmiotów będę określał jako spółki giełdowe kontrolowane przez państwo (SGKP)<sup>156</sup>.

SGKP posiadają szczególne cechy, które różnią je od pozostałych rodzajów przedsiębiorstw i spółek giełdowych. Z jednej strony ich mieszana, państwowo-prywatna struktura własnościowa oraz kontrola ze strony państwa powoduje, że w wyniku powiązań z rządem

---

<sup>155</sup> A. de La Cruz, A. Medina, Y. Tang, *Owners of the world's ...*, op. cit., s. 26.

<sup>156</sup> Dokładną definicję SGKP podaję dalej, w p. 2.1.3.

mogą w znacznie większym stopniu podlegać bezpośrednim i pośrednim wpływom politycznym, co przekłada się na ich funkcjonowanie. Przykładowo, podmioty te zwykle realizują, w większym lub mniejszym stopniu, cele pozaekonomiczne, głównie cele społeczne czy też polityczne, co może wpływać na ich wyniki finansowe. W efekcie kontrola państwa może powodować, że akcjonariusze prywatni muszą uwzględnić nieoptymalną — z ich punktu widzenia — strategię tych spółek. Oznacza to, że SGKP często będą podatne na konflikt między akcjonariuszem państwowym a prywatnym. Taka sytuacja ma wiele negatywnych skutków, a ich przykładem jest potencjalna niższa wycena spółki, która w konsekwencji może ograniczać możliwość pozyskania kapitału.

Z drugiej strony SGKP mogą być preferencyjnie traktowane przez organy państwa (np. w kwestiach regulacyjnych lub podatkowych), co negatywnie wpływa na ogólny poziom konkurencji w gospodarce, ale jednocześnie może przyczynić się do poprawy wyników finansowych tych konkretnych podmiotów. To z kolei może stanowić dodatkową korzyść dla akcjonariuszy, niezależnie od nieoptymalnej strategii spółki czy jej nieefektywnego funkcjonowania.

SGKP mogą być także narzędziem do promowania określonych kierunków rozwoju gospodarczego. Rządy dostarczając kapitał spółkom (bezpośrednio lub pośrednio) zmniejszają ich ograniczenia kapitałowe, co jest szczególnie istotne dla strategicznych spółek oraz sektorów gospodarki. Dzięki temu państwo może potencjalnie wpływać na działalność spółki, aby realizować określone przez siebie cele. Należy zaznaczyć, iż przyczyny, które sprawiają, że państwa kontrolują spółki, są zróżnicowane. Kształtują je czynniki historyczne, komercyjne, polityczne czy też fiskalne. Innymi słowy, decyzja rządów w tym obszarze może wynikać zarówno z celów ekonomicznych, politycznych, jak i społecznych. Oznacza to, że spółki kontrolowane przez państwo są podmiotami o wielorakiej charakterystyce i są zróżnicowane w skali świata.

## **2.1.2. Kontrola korporacyjna państwa w spółkach giełdowych**

### **2.1.2.1. Pojęcie kontroli korporacyjnej i sposoby jej sprawowania**

W odniesieniu do spółki giełdowej akcjonariusze posiadają różnego rodzaju prerogatywy, a do najistotniejszych z nich należą uprawnienia dotyczące przepływów pieniężnych, zwane powszechnie *cash-flow rights*, oraz uprawnienia związane z kontrolą, określane jako *voting-rights*<sup>157</sup>. Te pierwsze umożliwiają posiadaczom akcji uzyskanie udziału w zyskach lub majątku

---

<sup>157</sup> M. Faccio, L.H. Lang, *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics”, 2002, 65(3).

danej spółki. Drugie odnoszą się natomiast do uprawnień nadzorczo-kontrolnych. Dzięki nim akcjonariusze uzyskują uprawnienia dotyczące realizacji głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA), wyborów organów statutowych spółki czy też mogą decydować o emisji papierów wartościowych i innych istotnych zmianach w funkcjonowaniu spółki<sup>158</sup>. Charakterystyczną cechą spółki giełdowej jest jednak nierównomierny podział uprawnień między akcjonariuszami (zagadnienie to będzie omówione w dalszej części pracy). Dlatego, jak wskazuje Jan Jeżak, uprawnienia wynikające z posiadania akcji należą do kategorii ułomnych, co jest szczególnie istotne w kontekście kontroli korporacyjnej, ponieważ akcjonariusze używają swojego kapitału, ale nie zawsze są w stanie nim zarządzać<sup>159</sup>.

Kontrola korporacyjna jest jednym z kluczowych zagadnień w dziedzinie *corporate governance*, czyli systemu zasad, praktyk i procesów, przy pomocy których kontroluje i kieruje się spółką. Amerykański badacz John Farrar rozumie ją jako „władzę (...) pozwalającą na wykorzystywanie kontrolnego wpływu na zarząd lub politykę organizacji gospodarczej poprzez własność (...) lub w inny sposób”<sup>160</sup>.

Z kolei definicja kontroli korporacyjnej w stosunku do przedsiębiorstwa państwowego została przedstawiona przez Macieja Bałtowskiego oraz Grzegorza Kwiatkowskiego. Autorzy ci definiują ją jako zdolność do wpływania organu lub podmiotu kontrolującego dane przedsiębiorstwo na trzy podstawowe grupy decyzji, określanych jako decyzje nadzorczo-kontrolne:

- 1) powoływanie organów przedsiębiorstwa,
- 2) podział zysku,
- 3) określanie strategii rozwoju.

Ekonomiści zwracają jednak uwagę, że owa „zdolność do wpływania” podmiotu sprawującego kontrolę, jest stopniowalna, może być realizowana w różnym zakresie<sup>161</sup>. Zakres sprawowanej kontroli korporacyjnej determinowany jest głównie przez dwa czynniki. Po pierwsze, w poszczególnych spółkach poziom aktywności akcjonariuszy jest zróżnicowany. Nie wszyscy z nich są zainteresowani realizacją praw kontrolnych, a to powoduje, że pozostali akcjonariusze, którzy wykonują te prawa, mają większą możliwość sprawowania funkcji nadzorczo-kontrolnych, niż wynika to wprost z wielkości udziałów właścicielskich. Po drugie,

---

<sup>158</sup> I.P.S. Sanjaya, *Impact cash flow right leverage of controlling shareholder on performance in Indonesia*, „Jurnal Akuntansi”, 2016, 20(3).

<sup>159</sup> J. Jeżak, *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji”, 2004, (9).

<sup>160</sup> J. Farrar, *Corporate governance theories, principles and practice*, Oxford University Press, Oxford 2008, s. 42.

<sup>161</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 65-66.

w niektórych spółkach mogą występować mechanizmy, które zwiększają stopień kontroli poszczególnych akcjonariuszy, w szczególności akcjonariusza państwowego.

Kontrola korporacyjna w spółce giełdowej może być realizowana na dwa sposoby. Pierwszy sposób, czyli kontrola właścicielska, polega na tym, że sprawowanie kontroli wynika bezpośrednio z posiadanych przez akcjonariusza uprawnień właścicielskich. Ma ona miejsce najczęściej w sytuacji, gdy akcjonariusz dysponuje wystarczającym do realizacji kontroli korporacyjnej udziałem w głosach podczas WZA danej spółki, co jest możliwe dzięki posiadaniu odpowiedniego poziomu udziałów właścicielskich lub kontrolowaniu podmiotu, który takie udziały posiada<sup>162</sup>.

Drugim sposobem realizowania kontroli w spółkach jest tzw. kontrola właścicielska-lewarowana charakteryzująca się wykorzystaniem specyficznych mechanizmów, które zwiększają uprawnienia kontrolne jednego akcjonariusza w stosunku do pozostałych, a które nie wynikają z ogólnych uprawnień właścicielskich. Ich zastosowanie jest przejawem zjawiska lewarowania kontroli, czyli uzyskiwania przez akcjonariusza większych uprawnień kontrolnych niż wynikałoby to z posiadanych udziałów własnościowych<sup>163</sup>. Problem ten jest szczególnie istotny w przypadku kontroli ze strony państwa, ponieważ do wzmocnienia swojej pozycji oprócz mechanizmów w samej spółce, państwo może wykorzystywać również specjalnie formułowane przepisy ogólnie obowiązującego prawa. Jak wskazują Piotr Kozarzewski oraz Maciej Bałtowski ten sposób kontroli spółek giełdowych występuje szczególnie często w krajach, gdzie związek między państwem a gospodarką jest tradycyjnie ścisły, a jednocześnie słabo skodyfikowany, jak np. w Rosji, Brazylii czy też Indiach<sup>164</sup>. W tych krajach prawa własności są słabiej chronione niż w gospodarkach o wyższym poziomie instytucjonalnym. Na opisywaną sytuację zwraca też uwagę raport *The Economist*, który wskazuje, że wiele przedsiębiorstw jest kontrolowanych w sytuacji, gdy państwo posiada w nich zaledwie 20-25% udziałów właścicielskich<sup>165</sup>. Oznacza to, że dzięki zastosowaniu mechanizmów lewarowania kontroli, państwo lub podmiot kontrolowany przez państwo jest w stanie sprawować kontrolę korporacyjną w spółce nawet przy posiadaniu względnie niskiego poziomu udziałów właścicielskich.

---

<sup>162</sup> W aspekcie decyzji podejmowanych przez walne zgromadzenie akcjonariuszy spółki akcyjnej kluczowe znaczenie ma nie wielkość udziału właścicielskiego, lecz wielkość udziału w głosach na WZA. Zwykle są to udziały tożsame, ale nie zawsze.

<sup>163</sup> M. Bałtowski, *Więcej władzy niż własności...*, op. cit. Zagadnienie lewarowania kontroli w spółkach giełdowych przez państwo zostanie dokładnie przedstawione i przeanalizowane w następnym podrozdziale.

<sup>164</sup> P. Kozarzewski, M. Bałtowski, *Przedsiębiorstwa sektora publicznego w Polsce – próba zdefiniowania i wyodrębnienia*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2016, 38(1).

<sup>165</sup> *Setting out the store*, „The Economist”, 2014.

#### 2.1.2.2. Rodzaje sprawowanej kontroli korporacyjnej

W społecznej percepcji kontrola korporacyjna państwa zazwyczaj utożsamiana jest z kontrolą bezpośrednią. Charakteryzuje się ona tym, że prawa własności wykonywane są wprost przez organ rządowy (np. ministerstwo), organ samorządowy lub specjalnie powołaną do tego agencję państwową, która jest częścią administracji rządowej (a jej prezes z reguły podlega służbowo premierowi rządu).

Przykładowo, w Polsce wiele SGKP jest kontrolowanych bezpośrednio przez państwo, a organem państwa sprawującym kontrolę jest Ministerstwo Aktywów Państwowych. Można tu wymienić największe SGKP, takie jak Orlen SA, KGHM SA czy bank PKO BP S.A. Natomiast przykładem agencji państwowej, która realizuje uprawnienia właścicielskie, jest chińskie *State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council* (SASAC). Jest to specjalna komisja podlegająca chińskiej Radzie Państwa, którą powołano w 2003 roku w wyniku połączenia kilku ministerstw branżowych. SASAC odpowiada za zarządzanie przedsiębiorstwami państwowymi, w tym również SGKP, powoływanie kadry kierowniczej oraz zatwierdzanie ważnych strategicznych decyzji dotyczących przedsiębiorstw. Agencja ta obecnie nadzoruje około 100 przedsiębiorstw będących własnością państwa na poziomie centralnym<sup>166</sup>.

W wielu krajach świata, w tym też w Polsce, stosunkowo często kontrola korporacyjna państwa nad daną spółką sprawowana jest w sposób pośredni. Sytuacja taka ma miejsce, gdy państwo sprawuje kontrolę korporacyjną nad podmiotem (spółką) niebędącym organem państwa/rządu, a dopiero ten podmiot sprawuje kontrolę korporacyjną nad daną spółką. Tym podmiotem, poprzez który państwo sprawuje pośrednio kontrolę korporacyjną nad spółką, może być inna spółka kontrolowana przez państwo, przedsiębiorstwo państwowe lub państwowy fundusz majątkowy funkcjonujący jako podmiot oddzielony od rządu (administracji rządowej).

Oczywiście struktura pośredniej kontroli korporacyjnej może być nie tylko dwuszczeblowa (np. Ministerstwo Aktywów Państwowych – PZU S.A. – Pekao S.A.), ale także trzyszczeblowa czy nawet czteroszczeblowa. Przy czym kolejne szczeble w strukturze kontroli powodują potencjalne nasilenie się problemów agencyjnych, nie tylko pomiędzy spółką zależną oraz jej spółką matką, ale także w stosunku do rzeczywistego beneficjenta, którym jest państwo. Sytuacja ta może pojawić się, gdy menadżerowie na poszczególnych stopniach struktury będą

---

<sup>166</sup> State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council <http://en.sasac.gov.cn/directorynames.html> (dostęp 23.04.2023).

mieli cele niepokrywające się z ich bezpośrednimi i pośrednimi mocodawcami<sup>167</sup>.

Dobrym przykładem pośredniej kontroli korporacyjnej jest spółka notowana na *National Stock Exchange of India – Petronet LNG Limited*. Indyjski rząd kontroluje tę spółkę poprzez cztery inne spółki kontrolowane przez państwo (*Oil and Natural Gas Corporation Limited, GAIL Limited, Indian Oil Corporation Limited, Bharat Petroleum Corporation Limited*), a każda z nich posiada po 12,5% udziałów w *Petronet LNG*.

W literaturze przedmiotu granica między bezpośrednią a pośrednią kontrolą państwa jest stawiana w różnym miejscu. Przykładowo część ekonomistów klasyfikuje kontrolę poprzez agencje państwowe jako bezpośrednią<sup>168</sup>, a inni jako pośrednią<sup>169</sup>. W niniejszej rozprawie kontrola poprzez takie agencje będzie klasyfikowana jako bezpośrednia, ponieważ z reguły podmioty te są częścią administracji publicznej.

Możliwy jest także trzeci rodzaj sprawowania kontroli, stanowiący połączenie dwóch poprzednio opisanych rodzajów. Państwo może posiadać udziały właścicielskie, a jednocześnie sprawować kontrolę nad innym podmiotem-akcjonariuszem tej spółki. Przykładem takiej spółki jest notowany na giełdzie bank Pekao S.A. Największym akcjonariuszem tej spółki jest inna SGKP, a mianowicie PZU S.A. Posiada ona 20% udziałów w Pekao S.A. Dodatkowo w spółce tej 12,8% udziałów należy do Polskiego Funduszu Rozwoju S.A., który jest agencją rządową. W sumie daje to 32,8% udziałów państwa w Pekao S.A., co przy rozproszeniu pozostałego akcjonariatu wystarcza do sprawowania kontroli korporacyjnej. W tym sensie Pekao S.A. można traktować jako SGKP. Jak pokazują wyniki badania Alexandra Abramova oraz współpracowników, taka forma kontroli SGKP jest powszechna na moskiewskiej giełdzie papierów wartościowych<sup>170</sup>.

#### 2.1.2.3 Relacja między sposobem a rodzajem kontroli korporacyjnej

Relacja między sposobem a rodzajem kontroli korporacyjnej stanowi problem definicyjno-metodologiczny, dlatego wymaga ona pewnego wyjaśnienia. W każdej SGKP możliwy jest jeden z dwóch rodzajów oraz dwóch sposobów kontroli, co prowadzi do powstania czterech różnych kombinacji (modeli) sprawowania kontroli korporacyjnej. Poniższa tabela krzyżowa (2.1) ilustruje relacje między wymienionymi charakterystykami kontroli, co pozwoli na lepsze

---

<sup>167</sup> I. Okhmatovskiy, A. Grosman, P. Sun, *Hybrid governance of state-owned enterprises*, [w:] *Oxford handbook of state capitalism and the firm*, M. Wright, G.T. Wood, A. Cuervo-Cazurra, P. Sun, I. Okhmatovskiy, A. Grosman, Oxford University Press, Oxford 2022, s. 5.

<sup>168</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 68

<sup>169</sup> I. Okhmatovskiy, A. Grosman, P. Sun, *Hybrid governance...*, op. cit., s. 5.

<sup>170</sup> A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova, *State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their role in the economy*, „Russian Journal of Economics”, 2017, 3(1).

zrozumienie zagadnienia sprawowania kontroli korporacyjnej w SGKP.

**Tabela 2.1.** Relacja między rodzajem a sposobem kontroli korporacyjnej w SGKP

|                                 |                          | Podział kontroli według rodzaju                                                                                                  |                                                                                                                               |
|---------------------------------|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                 |                          | Bezpośredni                                                                                                                      | Pośredni                                                                                                                      |
| Podział kontroli według sposobu | Właścicielski            | Akcje posiadane przez państwo bezpośrednio, bez stosowania mechanizmów lewarowania kontroli                                      | Akcje posiadane przez państwo pośrednio, bez stosowania mechanizmów lewarowania kontroli                                      |
|                                 | Właścicielski-lewarowany | Akcje posiadane przez państwo bezpośrednio, a prawa wynikające z ich posiadania wzmacniane przez mechanizmy lewarowania kontroli | Akcje posiadane przez państwo pośrednio, a prawa wynikające z ich posiadania wzmacniane przez mechanizmy lewarowania kontroli |

Źródło: opracowanie własne.

Kontrola właścicielska bezpośrednia występuje w sytuacji, gdy organy państwa bezpośrednio posiadają udziały w spółce, a do kontroli wykorzystują jedynie prawa wynikające z akcji. Jest to powszechny model kontroli w spółkach giełdowych. Na polskiej giełdzie dotyczy to np. PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., w której Ministerstwo Aktywów Państwowych dysponuje 60,9% akcji. Przykładem jest też duńska spółka *Ørsted A/S*, w której duński rząd bezpośrednio posiada 50,1% udziałów.

Kontrola właścicielska pośrednia, ma miejsce wtedy, gdy podmiot kontrolowany przez państwo (ale niebędący organem państwa) posiada udziały właścicielskie w danej spółce wystarczające do sprawowania kontroli. Przykładem może być *Japan Post Bank* spółka notowana na tokijskiej giełdzie, w której rząd japoński nie posiada bezpośrednio udziałów, a realizuje swoje uprawnienia właścicielskie poprzez *Japan Post Holding* – spółkę ze stuprocentowym kapitałem państwowym.

Stosunkowo powszechnym modelem kontroli jest kontrola właścicielska-lewarowana bezpośrednia. Model ten występuje w sytuacji, gdy państwo do kontroli wykorzystuje zarówno prawa wynikające z akcji, jak i mechanizmy lewarowania. Przykładem takiej kontroli jest hiszpańska spółka *Red Eléctrica*, w której rząd hiszpański posiada 25% udziałów, a kontrolę korporacyjną wzmacnia za pomocą zapisów w statucie, które zapewniają państwu powoływanie trzech członków rady dyrektorów oraz ograniczają pozostałym akcjonariuszom prawo do posiadania udziałów oraz praw głosu na WZA. Na polskiej giełdzie przykładem może być Grupa Azoty, w której Skarb Państwa posiada 33% akcji, a jednocześnie ma prawo powoływania i odwoływania członka rady nadzorczej, zaś prywatni akcjonariusze mają ograniczone prawo głosu.

Ostatnim z wyróżnionych modeli kontroli jest kontrola właścicielska-lewarowana pośrednia. Polega on na tym, że kontrolę nad spółką sprawuje nie państwo, lecz podmiot

kontrolowany przez państwo, a kontrola wzmacniana jest dzięki wykorzystaniu mechanizmów pozawłaścicielskich, typu lewarowania kontroli. Taki model kontroli występuje stosunkowo rzadko, prawdopodobnie ze względu na możliwe problemy agencyjne, pojawiające się na poszczególnych szczeblach w strukturze kapitałowej. Przykładem jest chińska spółka *Citic Securities Company Limited*, którą chiński rząd kontroluje za pomocą wielu państwowych podmiotów, posiadających w niej udziały właścicielskie. Kontrola jest wzmacniana przez zapisy w statucie spółki, które dają szerokie formalne uprawnienia Chińskiej Partii Komunistycznej.

#### 2.1.2.4. Stopnie sprawowania kontroli korporacyjnej

Jak zostało wskazane w poprzednim punkcie rozprawy, kontrola korporacyjna cechuje się stopniowością, czyli może być sprawowana w różnym zakresie. W przypadku przedsiębiorstw, które mają tylko jednego właściciela (np. państwo), kontrola korporacyjna jest całkowita. Sytuacja zmienia się jednak w przypadku spółek giełdowych, w których własność jest rozproszona, ponieważ w zależności od struktury właścicielskiej, przyjętych rozwiązań instytucjonalno-prawnych itp., podmiot kontrolujący będzie miał zróżnicowaną zdolność (możliwość) do wpływania na decyzje spółki.

W literaturze przedmiotu istnieje ograniczona liczba badań, które podejmują tę kwestię, opierając się na różnorodnych kryteriach. Pierwsza grupa badań koncentruje się na podziale stopnia kontroli w spółce w zależności od możliwości wyboru organów statutowych spółki lub ich członków. Do tej grupy zaliczyć można badanie autorstwa Jianpinga Denga, Yonga Zenga oraz Jia He, którzy rozróżnili trzy stopnie kontroli ze względu na zdolność wyboru dyrektora generalnego oraz prezesa spółki. Najwyższy stopień kontroli występuje, gdy dominujący akcjonariusz posiada możliwość wyboru osoby na stanowisko zarówno dyrektora generalnego, jak i prezesa spółki. Drugi stopień kontroli ma miejsce, gdy dominujący akcjonariusz ma możliwość wyboru wyłącznie dyrektora generalnego spółki. Trzeci stopień kontroli występuje, gdy dominujący akcjonariusz nie podejmuje decyzji ani co do wyboru dyrektora generalnego, ani co do prezesa spółki<sup>171</sup>.

Druga grupa prac dotyczy podziału stopnia kontroli ze względu na udział w ogólnej liczbie akcji lub na WZA. Najczęściej cytowana jest praca autorstwa Tao Zhanga oraz Yuxiang Penga. Na podstawie klasyfikacji uprawnień kontrolnych Berle'a oraz oszacowania optymalnego progu uprawnień kontrolnych dokonują oni rozróżnienia trzech stopni kontroli. Najniższy

---

<sup>171</sup> J. Deng, Y. Zeng, J. He, *Shareholding reform of state-owned enterprises and control*, „Frontiers of Business Research in China”, 2010, (4).

stopień kontroli występuje w przypadku, gdy akcjonariusz dominujący posiada mniej niż 20% udziałów, co oznacza słabą kontrolę. Drugi stopień występuje, gdy udział akcjonariusza dominującego koncentruje się w przedziale 20–50%. Trzeci – najwyższy stopień kontroli występuje, gdy dominujący akcjonariusz posiada ponad 50% akcji<sup>172</sup>.

Lionel Almeida w swojej pracy wyróżnił trzy stopnie kontroli. Pierwszy, najniższy stopień kontroli występuje, gdy akcjonariusz dominujący posiada co najmniej 11% akcji. Drugi, wyższy stopień kontroli został określony na poziomie około 33% posiadanych akcji przez akcjonariusza dominującego, natomiast najwyższy stopień kontroli występuje, gdy akcjonariusz dominujący posiada co najmniej 46% udziałów w spółce. L. Almeida dokonał tego podziału wykorzystując model regresji PTR oraz dane dotyczące struktury własnościowej, udziałów w prawach głosów oraz charakterystyk badanych spółek<sup>173</sup>. Podział ten dobrze odwzorowuje zakres sprawowania kontroli przez dominującego akcjonariusza, choć należy pamiętać, że granica między poszczególnymi stopniami może być zróżnicowana w zależności od giełdy papierów wartościowych.

Podsumowując, we wszystkich analizowanych pracach, dokonany został podział na trzy stopnie kontroli. Podziały te były dokonywane ze względu na różne kryteria, takie jak możliwość wyboru składów organów statutowych spółek, udział w kapitale spółki, czy też udział głosów na WZA. Niemniej jednak prace te, szczególnie drugiej grupy badań, w zbyt małym stopniu brały pod uwagę stosowanie mechanizmów lewarowania kontroli, dlatego nie mogą być przydatne w sytuacji, gdy w danej spółce takie mechanizmy występują.

Można więc twierdzić, że w literaturze przedmiotu podział SGKP ze względu na stopień kontroli korporacyjnej nie został jeszcze dobrze zoperacjonalizowany. Nie ma również jednego uniwersalnego wskaźnika, który może służyć do oszacowania jej stopnia. Oznacza to, że przy dokonywaniu subiektywnej oceny stopnia kontroli należy wziąć pod uwagę wiele różnych czynników, z których kluczowe wydają się udział w głosach na WZA, wpływ państwa na powoływanie członków organów statutowych spółek, szczególne uprawnienia akcjonariuszy oraz zawarte między nimi porozumienia.

Ważne jest określenie skali, według której będzie można ocenić stopień kontroli korporacyjnej, czyli poziom wpływu na trzy zasadnicze grupy decyzji korporacyjnych, wymienionych powyżej, tj. na powoływanie organów spółki, podział zysku oraz określanie

---

<sup>172</sup> T. Zhang, Y. Peng, *Construction of control rights allocation index of listed companies based on neural network and machine learning*, „Mathematical Problems in Engineering”, 2021, (1).

<sup>173</sup> L. Almeida, *How to measure corporate control? Evidence from panel threshold effects of the degree of control on CEO pay monitoring*, „Working Paper, Conservatoire National des Arts et Métiers”, 2016.

strategii rozwoju spółki. W tym aspekcie, w niniejszej pracy podobnie do wcześniej zaprezentowanych publikacji, wyróżnię trzy stopnie kontroli korporacyjnej: pełną, znaczącą oraz cząstkową.

**Pełna kontrola korporacyjna** państwa w przypadku spółek giełdowych ma miejsce w dwóch sytuacjach. Po pierwsze, gdy organ państwa lub podmiot kontrolowany przez państwo posiada większościowe udziały właścicielskie, a w konsekwencji posiada większościowy udział w głosach na WZA oraz może w przeważającym stopniu decydować o składzie statutowych organów spółki. Przykładów takich spółek jest wiele. Można wymienić np. norweskie *Equinor*, w którym rząd norweski bezpośrednio posiada 67% akcji, zapewniające większościowy udział w głosach na WZA, czy też Polska Grupa Energetyczna S.A. z udziałem polskiego Skarbu Państwa na poziomie ok. 69%.

Po drugie, pełna kontrola może również występować w sytuacji, gdy państwo lub podmiot kontrolowany przez państwo posiada mniejszościowe udziały w spółce, ale prawa głosu mogą być wzmacniane poprzez mechanizmy lewarowania kontroli, dzięki którym posiada większość głosów na WZA lub inne ważne uprawnienia. Egzemplifikacją może być PKO BP, którego akcje notowane są na GPW w Warszawie. Skarb Państwa posiada około 35% udziałów właścicielskich (w tym jedynie 29% w sposób bezpośredni), jednak dzięki specjalnym zapisom w statucie spółki, dającym szczególne uprawnienia decyzyjne państwowemu akcjonariuszowi, sprawuje nad nią pełną kontrolę korporacyjną.

Sytuacja **znaczącej kontroli korporacyjnej** ma miejsce wtedy, gdy państwo (lub podmiot kontrolowany przez państwo) posiada mniejszościowe, ale dominujące (największe) udziały właścicielskie w spółce giełdowej. Gdy udziały te są bliskie 50%, a pozostała pula akcji cechuje się dużym rozproszeniem, często wystarcza to do uzyskania zasadniczego wpływu na podstawowe decyzje korporacyjne. Niemniej jednak mniejszościowy udział właścicielski oznacza, że państwowy akcjonariusz w pewnym stopniu musi brać pod uwagę stanowisko pozostałych akcjonariuszy. Przykładem jest *Deutsche Telekom*. Rząd niemiecki posiada w tej spółce łącznie ponad 30% udziałów i nie ma specjalnych praw jako akcjonariusz. Niemniej jednak dzięki dużemu rozproszeniu pozostałych akcjonariuszy państwo jest w stanie sprawować znaczącą kontrolę korporacyjną nad spółką. Podobna sytuacja występuje w KGHM Polska Miedź S.A., w której to spółce Skarb Państwa posiada ok. 32% bezpośrednich udziałów właścicielskich oraz ok. 6% w sposób pośredni.

Znacząca kontrola właścicielska może występować również w sytuacji, gdy państwo posiada stosunkowo niski poziom udziałów, jednak dość znacznie wzmacnia swoją kontrolę poprzez zastosowanie mechanizmów lewarowania kontroli. Przykładem jest spółka *Renault*, w której

państwo posiada 15% udziałów, jednak dzięki zastosowaniu mechanizmów lewarowania kontroli ma niemal aż 30% praw głosu oraz posiada możliwość wskazania jednego z dyrektorów.

Podsumowując, znacząca kontrola przejawia się w sytuacji, gdy z reguły państwo może posiadać zasadniczy wpływ na najważniejsze decyzje korporacyjne spółki, jednak pozostali akcjonariusze są w stanie w szczególnych przypadkach blokować te decyzje.

Najmniejszy stopień kontroli korporacyjnej (**kontrola cząstkowa**), występuje, gdy państwo, lub podmiot kontrolowany przez państwo, jest co prawda największym akcjonariuszem, ale posiadane udziały właścicielskie nie zapewniają, nawet przy wykorzystaniu lewarowania kontroli, wystarczającego do podejmowania decyzji udziału głosów na WZA. Państwowy akcjonariusz musi w takim przypadku szukać „sojuszników”, co zresztą nierzadko się udaje. Państwo bowiem ma najróżniejsze możliwości zakulisowego oddziaływania na prywatne podmioty instytucjonalne funkcjonujące na rynku (np. fundusze emerytalne czy fundusze wspólnego inwestowania), które są często akcjonariuszami największych spółek giełdowych z udziałami państwa. Co więcej, także w tych przypadkach rządy często za pomocą mechanizmów lewarowania kontroli są również w stanie decydować o składzie organów statutowych spółki, zapewnić sobie prawo weta w odniesieniu do określonych decyzji lub zyskać uprawnienia do podejmowania konkretnych decyzji.

Egzemplifikacją tego rodzaju kontroli jest przypadek międzynarodowego koncernu *Airbus*. W spółce tej udziały własnościowe posiadają rządy: francuski, niemiecki oraz hiszpański (odpowiednio po 11%, 11% i 4% udziałów). Oznacza to, że wymienione rządy mają ograniczony wpływ na kontrolę spółki. Udziały te nie zapewniają kontroli korporacyjnej, żadnemu z państw. Jednak państwowi akcjonariusze zawarli porozumienie, dzięki któremu rząd francuski ma w określonych okolicznościach prawo do zablokowania decyzji o nabyciu akcji spółki, zaś rząd niemiecki prawo pierwokupu akcji<sup>174</sup>.

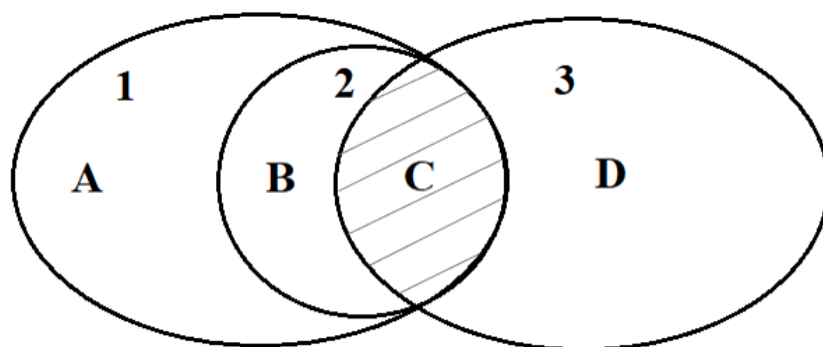
### **2.1.3. Definicja spółki giełdowej kontrolowanej przez państwo (SGKP)**

#### **2.1.3.1. Definicja używana w niniejszej pracy**

Spółka giełdowa kontrolowana przez państwo (SGKP) jest podstawową kategorią w niniejszej rozprawie doktorskiej, dlatego należy ją dokładnie wyodrębnić spośród wielości różnych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Pojęcie SGKP można wyjaśnić i zdefiniować na podstawie schematu przedstawionego na rysunku 2.1.

---

<sup>174</sup> Airbus, Annual Report 2021, <https://www.airbus.com/en/investors/financial-results-annual-reports/annual-report-2021-quick-read> (dostęp: 21.02.2023).



**Rysunek 2.1.** Schematyczne przedstawienie pojęcia „spółka giełdowa kontrolowana przez państwo”

Źródło: opracowanie własne.

Schemat składa się z trzech owali obrazujących:

- 1 – zbiór spółek giełdowych,
- 2 – zbiór spółek giełdowych z udziałami państwa,
- 3 – zbiór przedsiębiorstw państwowych.

Spółki giełdowe (owal 1), to spółki, których akcje są dopuszczone do publicznego obrotu na giełdach papierów wartościowych. W ramach zbioru spółek giełdowych można wyodrębnić dwa podzbiory spółek. Pierwszy podzbiór to spółki, w których udziały mają wyłącznie prywatni akcjonariusze, natomiast drugi podzbiór to spółki, w których jednym z akcjonariuszy jest państwo lub podmiot kontrolowany przez państwo. Ten drugi podzbiór zbioru spółek giełdowych reprezentuje owal 2. Owale 3 obejmuje natomiast zbiór przedsiębiorstw państwowych, a więc takich podmiotów gospodarczych, które podlegają kontroli korporacyjnej ze strony państwa, do których można zaliczyć zarówno spółki giełdowe, jak i przedsiębiorstwa o innych formach prawnych.

Wspólną część trzech opisanych powyżej zbiorów (oznaczoną literą C) stanowią spółki giełdowe kontrolowane przez państwo. Pozostałe podzbiory przedsiębiorstw wyróżnione na schemacie to:

- A – podzbiór spółek giełdowych z wyłącznie prywatnym kapitałem,
- B – podzbiór spółek giełdowych z udziałami państwa, które jednak nie podlegają państwowej kontroli korporacyjnej (zwykle poziom tych udziałów jest znikomy),
- D – podzbiór przedsiębiorstw państwowych nienotowanych na giełdzie.

Biorąc pod uwagę powyższy schemat, SGKP w niniejszej pracy definiuję jako spółkę, której akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych oraz w której państwo sprawuje kontrolę korporacyjną (bezpośrednio lub pośrednio). Przy tym państwo musi mieć w spółce największy stopień kontroli ze wszystkich akcjonariuszy, czyli powinno odgrywać trwałą i

decydującą rolę w zarządzaniu, niezależnie od sposobu (właścicielskiego lub właścicielsko-lewarowanego) sprawowania kontroli.

Przedstawiona powyżej definicja jest bliska definicji kategorii *listed state-owned enterprise* stosowanej przez M. Bałtowskiego oraz G. Kwiatkowskiego<sup>175</sup>. Definiują oni *listed state-owned enterprise* jako „podmiot o mieszanej własności państwowo-prywatnej, którego akcje są notowane na giełdach i który jest de facto kontrolowany przez jednego z akcjonariuszy – właściciela państwowego”. Moja definicja SGKP, jest dokładniejsza – doprecyzowuje i wyjaśnia stopnie, rodzaje oraz sposoby kontroli korporacyjnej.

#### 2.1.3.2. Pokrewne definicje występujące w literaturze

Terminologia używana w badaniach naukowych, także empirycznych, dotyczących spółek giełdowych z udziałem i kontrolowanych przez państwo jest zróżnicowana, co zdecydowanie utrudnia prowadzenia analiz o charakterze porównawczym. W literaturze przedmiotu autorzy używają wielu pojęć, obejmujących różne podmioty, jednak z reguły można zidentyfikować dwa podejścia do definiowania takich spółek. Pierwsze podejście bazuje na określeniu wielkości procentowej udziałów państwowych, przy czym poziom tych udziałów ustalany jest często arbitralnie, na zróżnicowanej wysokości i zazwyczaj uwzględnia tylko udziały bezpośrednie.

Takie podejście zaprezentowane jest np. w raporcie OECD z roku 2011 dotyczącym zakresu sektora przedsiębiorstw państwowych w krajach OECD. Autorzy używają jednego z bodaj najczęściej wykorzystywanych angielskojęzycznych terminów, który został wspomniany już w poprzednim punkcie rozprawy, czyli *listed state-owned enterprise* (niekiedy też *listed state-owned company*). Jako *listed state-owned enterprises* uznawane są spółki giełdowe, w których państwo posiada więcej niż 50% udziałów. W raporcie pojawia się także określenie *partially state-owned enterprise*, odnoszące się do podmiotu, w którym państwo posiada co najmniej 10% udziałów. Nie wydaje się ono jednak adekwatne, ponieważ taki poziom udziałów państwa nie zawsze gwarantuje sprawowania kontroli korporacyjnej<sup>176</sup>.

Alessandra Allini i jej współpracownicy jako podstawę definicji *listed state-owned enterprise* przyjęli również taki sam poziom udziałów właścicielskich państwa – 50%. Wprowadzają też dodatkowy warunek dla przypadku, w którym państwo jest właścicielem więcej niż 20% udziałów – prawo do mianowania większości członków zarządu<sup>177</sup>. Ta definicja

---

<sup>175</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises...*, op. cit., s. 274.

<sup>176</sup> H. Christiansen, *The size and composition of the SOE sector in OECD countries*, OECD Publishing, Paris 2011.

<sup>177</sup> A. Allini, F. Manes Rossi, K. Hussainey, *The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises*, „Public Money & Management”, 2016, 36(2).

obejmuje zatem także niektóre podmioty o mniejszościowych udziałach państwa, jednak próg 20% jest przyjęty arbitralnie, bez związku ze sprawowaniem kontroli korporacyjnej.

Kolejnym terminem używanym przy definiowaniu spółek kontrolowanych przez państwo na podstawie wielkości procentowej udziałów właścicielskich, jest *hybrid state-owned enterprise*. Aidan Vining oraz Claude Laurin definiują tego rodzaju podmiot jako „notowane na giełdzie przedsiębiorstwo komercyjne będące współwłasnością podmiotów rządowych i sektora prywatnego”. Jednakże ta definicja nie uwzględnia kluczowego elementu z punktu widzenia niniejszej analizy, jakim jest kontrola korporacyjna. Oznacza to, że według tak przedstawionej definicji jako *hybrid state-owned enterprise* można traktować również podmiot, w którym państwo posiada udziały własnościowe, ale nie posiada nad nim kontroli korporacyjnej<sup>178</sup>. Definicja pomija też zagadnienie pośredniej kontroli korporacyjnej.

W literaturze przedmiotu funkcjonuje także pojęcie przedsiębiorstwa z kapitałem państwowym (*state-invested enterprise*). Hans Christiansen oraz Yunhee Kim zdefiniowali ten podmiot jako „korporację, w której państwo (rozumiane jako centralne organy państwa) jest ostatecznym beneficjentem, na zasadzie skonsolidowanej i ma co najmniej 10% akcji z prawem głosu”<sup>179</sup>. Choć pojęcie to odnosi się głównie do spółek giełdowych, może dotyczyć również innych podmiotów. Podobnie, jak poprzednio, owe 10% jest przyjęte zupełnie arbitralnie.

Drugie podejście do definiowania spółek kontrolowanych przez państwo, zbieżne ze stanowiskiem prezentowanym w niniejszej rozprawie, wywodzi się z teorii praw własności. W tym przypadku kryterium zakwalifikowania danej spółki jako kontrolowanej przez państwo jest możliwość sprawowania przez państwo kontroli korporacyjnej nad spółką, a nie wielkość procentowych udziałów. Przykładem tego podejścia jest wspomniana wcześniej definicja *listed state-owned enterprise* stosowana przez M. Bałtowskiego oraz G. Kwiatkowskiego, odnosząca się do spółek, w których państwo sprawuje kontrolę korporacyjną bez względu na wielkość posiadanych udziałów<sup>180</sup>.

W anglojęzycznej literaturze występuje również pojęcie *state-controlled listed companies*, które najczęściej odnoszone jest do chińskich spółek notowanych na giełdzie. Rzadko można spotkać precyzyjną definicję tego pojęcia. W pracy autorstwa Lin Zhanga podmioty te definiowane są jako spółki, w których co najmniej połowa udziałów z prawem głosów znajduje się w posiadaniu chińskiego rządu lub spółek będących jego całkowitą własnością albo w

---

<sup>178</sup> A. Vining, C. Laurin, *State-owned enterprises hybrids*, [w:] *The Routledge handbook of state-owned enterprises*, L. Bernier, M. Florio, P. Bance (red.), Routledge, London, New York 2020, s. 420.

<sup>179</sup> H. Christiansen, Y. Kim, *State-invested enterprises in the global marketplace: Implications for a level playing field*, OECD Corporate Governance Working Papers, OECD Publishing, Paris, 2014, (14).

<sup>180</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises...*, op. cit., s. 274.

posiadaniu spółek, na których uchwały zgromadzeń akcjonariuszy chiński rząd może mieć znaczący wpływ. Tak przedstawione pojęcie wykazuje dużą analogię do pojęcia SGKP z tą różnicą, że SGKP mogą być kontrolowane pośrednio, nie tylko poprzez podmioty będące w całości własnością państwa, ale również przez podmioty o państwowo-prywatnej strukturze właścicielskiej, kontrolowane przez państwo. Definicja nie precyzuje również, co oznacza „znaczący wpływ” rządu na spółkę<sup>181</sup>, choć można przyjąć, że to określenie odpowiada mniej więcej wprowadzonemu wyżej określeniu „kontrola korporacyjna”.

Przeprowadzona analiza prowadzi do wniosku, że definicje najbliższe znaczeniowo do wprowadzonego wyżej pojęcia SGKP opierają się na wyodrębnianiu spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo według kryterium kontroli korporacyjnej, a nie według wielkości posiadanych udziałów. Szczególnie zbliżone do tej definicji są występujące w literaturze określenia *state-controlled listed company* oraz *listed state-owned enterprises*. W przypadku pierwszego z nich różnica polega na tym, że SGKP mogą być kontrolowane przez podmioty o mieszanej państwowo-prywatnej strukturze właścicielskiej, a nie tylko przez podmioty o wyłącznie państwowym kapitale. Natomiast w przypadku *listed state-owned enterprises*, definicja OECD nie jest jednoznaczna, ponieważ same przedsiębiorstwa państwowe są w literaturze definiowane na różne sposoby. Najbardziej zbliżona do SGKP jest definicja M. Bałtowskiego oraz G. Kwiatkowskiego, której podstawą jest kryterium kontroli korporacyjnej. Przedstawiona przeze mnie definicja SGKP uściśla tę definicję, wskazując wyraźnie, że kontrola korporacyjna państwa może odbywać się przy zastosowaniu różnych narzędzi, zarówno właścicielskich, jak i pozawłaścicielskich.

## **2.2. Państwo jako szczególny akcjonariusz spółek giełdowych**

### **2.2.1. Kategoria „państwo” w kontekście nadzoru korporacyjnego**

#### **2.2.1.1. Definicja państwa jako akcjonariusza spółki giełdowej**

Z punktu widzenia prowadzonej analizy ważne jest doprecyzowanie kategorii „państwo” stosowanej w kontekście nadzoru korporacyjnego. Kategoria ta jest różnie definiowana w literaturze, przede wszystkim politologicznej, w zależności od celów badań i od przyjętej perspektywy badawczej. W ujęciu ogólnym państwo można traktować jako instytucję społeczno-polityczną, a w ujęciu politologicznym składa się ono z terytorium, rządu oraz

---

<sup>181</sup> L. Zhang, *Corporate governance of Chinese state-controlled listed companies: a revisit through the lens of venture capital*, „European Business Organization Law Review (EBOR)”, 2014, 15(1).

społeczeństwa<sup>182</sup>.

W naukach ekonomicznych przez to pojęcie rozumie się głównie podmioty reprezentujące interesy państwa, czyli organy rządowe. Co więcej, w angielskojęzycznej literaturze ekonomicznej używane jest często określenie *government*, a więc w istocie „rząd”, które w polskiej literaturze tłumaczone jest zwykle jako „państwo”<sup>183</sup>. Podobnie angielskie pojęcia *government-owned company*, *government-linked company* czy też *government corporation* tłumaczone są jako „przedsiębiorstwa państwowe”<sup>184</sup>.

Identyfikowanie „państwa” w naukach ekonomicznych jako organów władzy rządowej, potwierdzają liczne definicje, które jednocześnie różnią się między sobą co do zakresu podmiotów, które można do tej kategorii zaklasyfikować. Według Romana Milewskiego państwo to złożona, zróżnicowana wewnętrznie, wieloszczeblowa struktura administracyjna danego społeczeństwa, które zamieszkuje określone terytorium. Państwo dysponuje władzą ustawodawczą, wykonawczą i sądowniczą<sup>185</sup>.

Nieco inne podejście do pojęcia „państwa” zaprezentował Joseph Stiglitz, który zalicza do tej kategorii organy rządowe, zarówno lokalne jak i centralne, a dodatkowo również podmioty prawnie odrębne od organów rządu<sup>186</sup>. Włodzimierz Szpringer, który definiuje państwo jako złożoną instytucję publiczną lub zbiór instytucji publicznych, spójnych i wzajemnie powiązanych, pojęcie to rozciąga na całą strukturę władzy publicznej, a nawet na podlegające jej podmioty formalnie wyposażone w samodzielność prawną<sup>187</sup>. Podsumowując, z perspektywy ekonomicznej do kategorii „państwo” zalicza się organy administracyjne i rządowe, a niekiedy również odrębne podmioty, które są przez te organy kontrolowane.

Rozbieżności co do szerokości zakresu kategorii „państwo” prowadzą do zróżnicowanych interpretacji tej kategorii w badaniach nad SGKP oraz przedsiębiorstwami państwowymi. Przykładowo, węższa definicja została zastosowana w pracy OECD dotyczącej przedsiębiorstw państwowych. Do kategorii „państwo” zaklasyfikowano tylko rządy centralne lub stanowe, nie uwzględniając tym samym władz lokalnych<sup>188</sup>.

Przykładem pracy, w której zastosowano szersze podejście do definiowania „państwa” jest

---

<sup>182</sup> P. Walewicz, *Rekonceptualizacja państwa w naukach o polityce jako podmiotu inherentnie środowiskowego*, „Świat Idei i Polityki”, 2021, 20(1).

<sup>183</sup> J.E. Stiglitz, *Ekonomia...*, op. cit., s. 15.

<sup>184</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 58.

<sup>185</sup> R. Milewski, E. Kwiatkowski, *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2018, s. 32.

<sup>186</sup> J.E. Stiglitz, *Ekonomia...*, op. cit., s. 15.

<sup>187</sup> W. Szpringer, *Pomoc publiczna jako instrument restrukturyzacji w świetle rozwiązań europejskich*, [w:] *Władza publiczna wobec przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, K. Sobczak (red.), Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, SGH, t. 72, Warszawa 1996, s. 37.

<sup>188</sup> OECD 2014, *The size and sectoral distribution of SOEs in OECD and partner countries*, OECD Publishing, s. 12.

opracowanie A. de la Cruz, w którym do kategorii „państwo” zaklasyfikowano bezpośrednią własność rządów centralnych, samorządów lokalnych, publicznych funduszy emerytalnych, przedsiębiorstw państwowych i państwowych funduszy majątkowych<sup>189</sup>. Podobne podejście zastosowano w pracy M. Bałtowskiego oraz G. Kwiatkowskiego, którzy do kategorii państwa w znaczeniu podmiotu sprawującego kontrolę korporacyjną zaliczyli centralne organy państwa, samorządowe organy władzy oraz inne przedsiębiorstwa państwowe realizujące uprawnienia właścicielskie<sup>190</sup>. Tak szeroko zaprezentowana definicja państwa jest zdecydowanie bardziej adekwatna aniżeli skupianie się tylko na centralnych organach władzy lub pomijaniu podmiotów zależnych od władz państwowych. Państwo może realizować swoje uprawnienia właścicielskie za pomocą wielu formalnie odrębnych od władzy centralnej podmiotów oraz przez władze lokalne, które są elementem władzy publicznej. Z tego względu w niniejszej rozprawie doktorskiej poprzez „państwo” rozumiem:

- 1) organy władzy centralnej (rząd, ministerstwa, specjalne agencje itp.),
- 2) organy władzy lokalnej,
- 3) podmioty prawnie wydzielone od władz centralnych i lokalnych, ale będące pod ich kontrolą.

W dwóch pierwszych przypadkach uprawnienia właścicielskie państwa realizowane są przez te podmioty bezpośrednio, natomiast w trzecim przypadku uprawnienia właścicielskie państwa realizowane są pośrednio.

Najczęściej występującym rodzajem podmiotu sprawującego kontrolę korporacyjną nad spółkami giełdowymi z udziałami państwa, z reguły dużymi przedsiębiorstwami, jest centralna (rządowa) administracja państwowa. Mogą to być ministerstwa, państwowe agencje lub państwowe holdingi, które zostały stworzone w celu sprawowania funkcji właścicielskiej nad podmiotami gospodarczymi itp.<sup>191</sup>.

Oprócz organów władz centralnych akcjonariuszami SGKP mogą być również organy władzy lokalnej (samorządowe, komunalne). Spółki giełdowe kontrolowane przez organy władz lokalnych, zwykle mniejsze, mają ograniczony zakres terytorialny działania i z tego względu najczęściej nie mają wpływu na kształtowanie oraz sposób funkcjonowania całego systemu gospodarczego.

SGKP mogą być również kontrolowane przez inne podmioty państwowe, prawnie odrębne od organów władzy centralnej czy też lokalnej. Mogą to być np. specjalne agencje rządowe, państwowe fundusze majątkowe oraz inne fundusze kontrolowane przez rząd, czy też

---

<sup>189</sup> A. de La Cruz, A. Medina, Y. Tang, *Owners of the world's...*, op. cit., s. 26.

<sup>190</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit, s. 68.

<sup>191</sup> Ibidem, s. 74.

przedsiębiorstwa państwowe (w tym spółki z mieszanym kapitałem kontrolowane przez organy rządowe). Państwo wówczas sprawuje kontrolę korporacyjną pośrednio, co zostało opisane dokładnie w poprzedniej części pracy.

#### 2.2.1.2. Państwo jako akcjonariusz spółki zagranicznej

Państwo zazwyczaj staje się akcjonariuszem zagranicznej spółki giełdowej na dwa sposoby. Pierwszy z nich to zagraniczne inwestycje przedsiębiorstw państwowych, które mogą tworzyć filie – poprzez fuzje i przejęcia lub inwestycje typu *greenfield* – i dopuszczać ich akcje do publicznego obrotu na giełdzie papierów wartościowych. Przykładem jest spółka Orange Polska, która jest kontrolowana przez francuską SGKP – Orange, w której państwo francuskie ma 23% udziałów. Jest to zatem rodzaj kontroli pośredniej. Drugi sposób to inwestycje państwowych funduszy majątkowych, które przejmują udziały w spółkach giełdowych. Mają one jednak głównie charakter inwestycji portfelowych i nie zawsze wiążą się z przejęciem kontroli korporacyjnej<sup>192</sup>. Przykładem takiego funduszu jest *Government Pension Fund of Norway*, który na początku 2023 roku zarządzał aktywami o wartości 1,3 biliona dolarów.

W XX wieku liczba podmiotów kontrolowanych przez państwa zagraniczne była niewielka. Jednak na przełomie XX i XXI wieku ich liczba zaczęła rosnąć, a ten proces znacznie przyspieszył podczas kryzysu gospodarczego w pierwszej dekadzie XXI wieku, na co wskazuje raport OECD, pokazujący m.in. duży wzrost transgranicznych przejęć przeprowadzanych przez przedsiębiorstwa państwowe<sup>193</sup>. W 2013 roku przedsiębiorstwa te odpowiadały za 11% wartości przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wyniki badań pokazują, że w grupach 100 największych przedsiębiorstw z 32 największych gospodarek w 2018 roku (czyli w grupie 3200 przedsiębiorstw), znajdowały się łącznie 33 spółki giełdowe kontrolowane przez zagraniczne państwa, co stanowi nieco ponad 1% liczby badanych przedsiębiorstw. Koncentrowały się one głównie w sektorze energetycznym oraz telekomunikacyjnym<sup>194</sup>.

Na zagraniczną ekspansję podmiotów o własności państwowej w ostatnich latach wskazuje praca Richarda Carneya. Jego badanie objęło 200 największych spółek giełdowych z dziewięciu gospodarek Azji Wschodniej w latach 1996 i 2008. W badaniu wyróżniono podmioty kontrolowane przez podmioty zagraniczne, w tym przez rządy. Wyniki wykazały, że w 1996 r. w badanej grupie nie było żadnego przedsiębiorstwa kontrolowanego przez

---

<sup>192</sup> K. Szarzec, *Państwo jako właściciel przedsiębiorstw polityka, gospodarka, dziedzictwo historyczne*, Wydawnictwo UEP, Poznań 2022, s. 158-166.

<sup>193</sup> OECD 2016, *State-owned enterprises as global competitors a challenge or an opportunity?*, OECD Publishing, s. 49.

<sup>194</sup> J. Mroczek, M. Bałtowski, *Foreign state-owned enterprises in the world's largest economies—comparative and sectoral analysis*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H—Oeconomia”, 2022, 56(2).

zagraniczny rząd, natomiast 12 lat później było ich już 68<sup>195</sup>. Drugą pracą wskazującą na wzrost zagranicznej własności państwowej było opracowanie UNCTAD, w którym wskazano, że liczba przedsiębiorstw państwowych dokonujących ekspansji zagranicznej wzrosła z 650 w 2010 roku do 1600 w 2020 roku<sup>196</sup>.

Na rozwój zagranicznej własności państwowej miało wpływ kilka przyczyn. Po pierwsze, było to spowodowane wzrostem skali SGKP, w których, ze względu na obecność prywatnych akcjonariuszy, pojawiła się większa presja na wyniki finansowe niż w przedsiębiorstwach w pełni państwowych. Skłoniło to spółki do poszukiwania nowych rynków zbytu, również za granicą<sup>197</sup>. Po drugie, spowodowane to było rozwojem kapitalizmu państwowego oraz rozwojem państw BRICS, gdzie ważną częścią gospodarek są przedsiębiorstwa państwowe, które często umiędzynarodawiają swoją działalność. Po trzecie, rozwój zagranicznej własności państwowej wynikał z procesów nacjonalizacji istniejących przedsiębiorstw, działających w międzynarodowym środowisku gospodarczym i dysponujących rozbudowaną siecią filii w innych krajach. Proces ten był pokłosiem kryzysu gospodarczego (np. *General Motors*). Po czwarte, do tego procesu mocno przyczynił się rozwój państwowych funduszy majątkowych, które lokują zarządzane przez nich aktywa za granicą<sup>198</sup>.

### **2.2.2. Państwo jako akcjonariusz spółek giełdowych – ujęcie historyczne**

Od momentu powstania giełd papierów wartościowych przez wiele kolejnych dekad państwo nie było znaczącym akcjonariuszem spółek giełdowych. W XIX wieku można odnaleźć przykłady spółek giełdowych o państwowo-prywatnym kapitale, szczególnie takich, których funkcjonowanie obejmowało rozwój infrastruktury. Przykładem może być kanadyjskie *Canal Welland Company*<sup>199</sup>, czy też państwowo-prywatne towarzystwa akcyjne kolei żelaznych powstające na ziemiach polskich, nad którym państwo miało silną kontrolę<sup>200</sup>.

W pierwszych dekadach XX wieku państwa częściowo nacjonalizowały pojedyncze spółki giełdowe, które miały strategiczne znaczenie dla gospodarki. Egzemplifikacją jest *Anglo-Persian Oil Company* (obecnie *British Petroleum*). Spółka ta powstała w 1909 roku i była w

---

<sup>195</sup> R.W. Carney, *The rise of foreign state ownership in east asia: domestic political determinants and stabilizing effects*, „CIFR Paper No. WP060/2015”.

<sup>196</sup> UNCTAD, *World investment report 2021*, Geneva: UNCTAD, 2021.

<sup>197</sup> G. Blomqvist, L. Mahmood, *Nordic state-owned enterprises going abroad*, Lund University, Lund 2021.

<sup>198</sup> M. Götz, B. Jankowska, *Internationalization by state-owned enterprises (SOEs) and sovereign wealth funds (SWFs) after the 2008 crisis. Looking for generalizations*, „International Journal of Management and Economics”, 2016, 50(1).

<sup>199</sup> S. Brooks, *The mixed ownership corporation as an instrument of public policy*, „Comparative Politics”, 1987, 19(2).

<sup>200</sup> M. Wilczek-Karczewska, *Rozwój kolei żelaznych na ziemiach polskich w ujęciu historycznoprawnym*, „internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny (iKAR)”, 2015, 4(1).

pełni własnością akcjonariuszy prywatnych, natomiast jej częściowa nacjonalizacja odbyła się w 1914 roku<sup>201</sup>. Przykładem innego przedsiębiorstwa, w którym państwo posiadało akcje ze względów strategicznych, jest *Compagnie Française des Pétroles*. Rząd francuski utworzył to przedsiębiorstwo w 1924 roku, a jego akcje notowane były na giełdzie w Paryżu od 1929 roku<sup>202</sup>.

Zniszczenia gospodarek spowodowane I Wojną Światową oraz skutki wielkiego kryzysu gospodarczego z przełomu trzeciej i czwartej dekady XX wieku sprawiły, że rządy wielu państw nacjonalizowały prywatne przedsiębiorstwa. Zjawisko to było powszechne w wielu krajach, a szczególnie dużą skalę nacjonalizację osiągnęły we Włoszech. Włoski rząd powołał w 1933 r. specjalny holding *Istituto per la Ricostruzione Industriale* (IRI), za pomocą którego nacjonalizował przedsiębiorstwa i realizował funkcje właścicielskie. Część znacjonalizowanych podmiotów była spółkami giełdowymi<sup>203</sup>. Niemniej jednak w pierwszej połowie XX wieku spółki giełdowe o mieszanym, państwowo-prywatnym kapitale pozostawały nielicznymi podmiotami na światowych giełdach.

Po zakończeniu II wojny światowej nastąpił silny rozwój doktryny keynesowskiej, która zakładała wzrost roli państwa w gospodarce, szczególnie w zakresie polityki fiskalnej i redystrybucyjnej. Rosnąca rola państwa obejmowała również politykę właścicielską. Wiele krajów decydowało się na tworzenie nowych przedsiębiorstw państwowych lub nacjonalizowanie istniejących prywatnych podmiotów. W niektórych przypadkach nacjonalizacja dotyczyła również spółek giełdowych, a przykładem może być *Norsk Hydro*, w której państwo norweskie przejęło udziały w 1947 roku<sup>204</sup>.

Jedną z pierwszych giełd, w której państwo na szerszą skalę zaangażowało się jako akcjonariusz spółek, była brazylijska giełda papierów wartościowych w São Paulo. W Brazylii na przełomie lat 60. i 70. XX wieku uchwalono tzw. *Decree-law 157*, którego przepisy umożliwiały osobom fizycznym lokowanie 10% swojego podatku dochodowego na rynku kapitałowym<sup>205</sup>. Wprowadzona regulacja spowodowała znaczny napływ kapitału na giełdę, co z kolei skłoniło wiele przedsiębiorstw, zarówno prywatnych, jak i państwowych, do przeprowadzenia publicznych emisji akcji. Na skutek tych zmian szczególnie duże korzyści

---

<sup>201</sup> J. Kuiken, *Caught in transition: Britain's oil policy in the face of impending crisis, 1967-1973*, „Historical Social Research/Historische Sozialforschung”, 2014, 39(4).

<sup>202</sup> E.P. Fitzgerald, *Business diplomacy: Walter teagle, jersey standard, and the Anglo-French pipeline conflict in the Middle East, 1930–1931*, „Business History Review”, 1993, 67(2).

<sup>203</sup> G. Ferrarini, *Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy*, ECGI-Law Working Paper, 2005, (29).

<sup>204</sup> Norks Hydro, A century on the Oslo stock exchange, <https://www.hydro.com/fr-LU/media/news/2009/a-century-on-the-oslo-stock-exchange/> (dostęp: 23.03.2023).

<sup>205</sup> M. Pargendler, *State ownership and corporate governance*, „Fordham L. Rev.”, 2011, 80(6).

osiągnęły SGKP, które w ciągu kilku lat od wprowadzenia regulacji odpowiadały za 75% wartości transakcji na brazylijskiej giełdzie papierów wartościowych<sup>206</sup>.

Istotnym wydarzeniem, które wpłynęło na skalę zaangażowania państwa jako akcjonariusza spółek giełdowych, była zmiana paradygmatu w ekonomii i polityce gospodarczej w latach 70. XX wieku. Dotychczasowy paradygmat charakteryzujący się dużym udziałem państwa w gospodarce, w wielu krajach nie potrafił skutecznie odpowiedzieć na pojawiające się problemy ekonomiczne takie jak stagnacja gospodarcza, inflacja i niska efektywność przedsiębiorstw państwowych. Na popularności zaczęły zyskiwać idee wolnorynkowe, które spowodowały, że skala interwencjonizmu państwa w gospodarce zaczęła się zmniejszać<sup>207</sup>. W efekcie nastąpiła fala prywatyzacji, która rozpoczęła się w Wielkiej Brytanii i rozprzestrzeniła się na inne rozwinięte gospodarki, a następnie na kraje rozwijające się i postsocjalistyczne.

Co istotne, wiele prywatyzacji było przeprowadzanych poprzez publiczną emisję akcji na giełdach papierów wartościowych. W efekcie liczba spółek giełdowych, w których państwo posiadało udziały, znacząco wzrosła, ponieważ powszechna była jedynie częściowa prywatyzacja, która w literaturze często określana jest jako pozorna (*reluctant privatisation*). Polega ona na przetransferowaniu praw własności bez pełnego transferu praw kontroli. Innymi słowy, państwa często zachowywały pewną liczbę udziałów oraz wprowadziły mechanizmy umożliwiające utrzymanie kontroli korporacyjnej nad prywatyzowanymi spółkami. Wyniki przeprowadzonego badania przez Bernardo Bortolottiego oraz Mary Faccio wykazały, że pod koniec 2000 roku państwo pozostawało największym akcjonariuszem niemal w co trzecim ze 141 sprywatyzowanych przedsiębiorstw pochodzących z gospodarek rozwiniętych, a w większości przypadków zachowywało złotą akcję, czyli mechanizm wzmacniania kontroli. Analiza pokazała, że ponad 60% spółek pozostawało pod kontrolą państwa<sup>208</sup>.

Państwo zwiększało swoją obecność na giełdach jako akcjonariusz spółek giełdowych nie tylko poprzez częściową lub stopniową prywatyzację, ale również – od kryzysu finansowego – poprzez nasilające się nacjonalizacje, na co wskazuje William M. Megginson<sup>209</sup>. Po pierwsze, na wzrost liczby nacjonalizacji wpłynęły skutki kryzysu finansowego z lat 2007-2009, które spowodowały, że duża część przedsiębiorstw ważnych systemowo (tzw. zbyt dużych, by upaść) stanęła przed ryzykiem bankructwa. Rządy w takich okolicznościach decydowały się na ich

---

<sup>206</sup> L. Martins, *Estado capitalista e burocracia no Brasil*, „RAE-Revista de Administração de Empresas”, 1986, 26(2).

<sup>207</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 21.

<sup>208</sup> B. Bortolotti, M. Faccio, *Reluctant...*, op. cit.

<sup>209</sup> W.L. Megginson, *Privatization trends and major deals in 2012 and 1H2013*, <http://ssrn.com/abstract=2311798> (dostęp: 08.05.2023).

nacjonalizację, która często miała formę przejęcia części udziałów na giełdzie papierów wartościowych. Takie nacjonalizacje były szczególnie znaczące w krajach rozwiniętych jak np. USA (*General Motors, AIG*), Irlandia (*Anglo Irish Bank*), oraz Wielka Brytania (*Royal Bank of Scotland*).

Po drugie, w wielu krajach po kryzysie finansowym nastąpił rozwój kapitalizmu państwowego, który cechuje się właśnie wysokim udziałem własności państwowej wśród największych przedsiębiorstw w gospodarce<sup>210</sup>. W efekcie, w wielu krajach, głównie rozwijających się, miały miejsce liczne nacjonalizacje, w tym dokonywane poprzez zakup akcji na giełdzie papierów wartościowych. Ich przykładem są przejęcia przez państwo udziałów np. w argentyńskim YPF w 2012 roku, czy też węgierskim MOL w 2011 roku.

Po trzecie, nastąpił silny rozwój państwowych funduszy majątkowych. Wartość aktywów, którymi zarządzają te podmioty wzrosła z około 4 bilionów USD w 2010 roku do prawie 9 bilionów USD w 2020 roku. Co istotne, ich znaczna część lokowana jest na rynkach akcji. Warto podkreślić, że państwowe fundusze nie tylko lokują środki na lokalnych rynkach, lecz także na zagranicznych, co czyni z państwa akcjonariusza o międzynarodowym zasięgu<sup>211</sup>.

### **2.2.3. Cele zaangażowania państwa jako akcjonariusza**

#### **2.2.3.1. Klasyfikacja celów państwa jako akcjonariusza spółek giełdowych**

Cele zaangażowania państwa w roli akcjonariusza spółek giełdowych pozostają w niewystarczającym stopniu określone w literaturze naukowej. W sposób bardziej kompleksowy zostały przedstawione cele przedsiębiorstw państwowych. Z tego względu, na podstawie klasyfikacji celów przedsiębiorstw państwowych, postaram się przedstawić cele państwa jako akcjonariusza spółek giełdowych.

Według Hansa Christiansena cele przedsiębiorstw państwowych mogą przybierać charakter komercyjny lub niekomercyjny<sup>212</sup>. Podobny zestaw celów przedsiębiorstw państwowych przedstawiają Jarri Kankaanpää, Lasse Oulasvirta oraz Jani Wacker. Według ich podejścia można rozróżnić cele komercyjne, nastawione głównie na efektywność ekonomiczną oraz cele niekomercyjne, nastawione głównie na kwestie społeczne<sup>213</sup>.

Jednak, jak zauważa Piotr Kozarzewski, taka lista celów jest niewystarczająca, ponieważ w

---

<sup>210</sup> J. Kurlantzick, *State capitalism: How the return of statism is transforming the world*, Oxford University Press, Oxford 2016, s. 9.

<sup>211</sup> W.L. Megginson, D. López, A.I. Malik, *The rise of state-owned investors...*, op. cit.

<sup>212</sup> H. Christiansen, *Balancing commercial and noncommercial priorities of state-owned enterprises*, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 6, OECD Publishing 2013.

<sup>213</sup> J. Kankaanpää, L. Oulasvirta, J. Wacker, *Steering and monitoring model of state-owned enterprises*, „International Journal of Public Administration”, 2014, 37(7).

wielu krajach przedsiębiorstwa państwowe nie funkcjonują wśród stabilnych zasad ustrojowych, a w związku z tym rządzący są skłonni wykorzystywać je do realizacji celów politycznych<sup>214</sup>. Cele te stanowią podstawę generowania renty politycznej, zjawisko to jest z kolei konsekwencją procesu pogoni za rentą (*rent-seeking*)<sup>215</sup>. Renta polityczna polega na transferze dochodów między podmiotami, dzięki wykorzystaniu mechanizmów władzy politycznej. Transfery te mogą mieć charakter ekonomiczny lub polityczny. Pierwszy z nich przynosi beneficjentom korzyści materialne, zaś drugi przynosi korzyści pozaegzystencjalne<sup>216</sup>. Podobne podejście do rozróżnienia celów przedsiębiorstw państwowych prezentuje Katarzyna Szarzec, która wyróżniła cele ekonomiczne, polityczne oraz społeczne<sup>217</sup>.

Analogicznie do przedsiębiorstw państwowych, wyodrębnienie celów ekonomicznych, politycznych i społecznych można zastosować do określenia celów państwa jako akcjonariusza spółek giełdowych. **Cele ekonomiczne** dotyczą zarówno poprawy wyników finansowych spółek giełdowych, jak i poprawy efektywności systemu gospodarczego. Pierwszy z celów ekonomicznych polega na osiągnięciu korzyści finansowych dla państwa lub jego obywateli. Oznacza to, że posiadanie akcji w spółce umożliwia rządowi zwiększanie dochodów budżetowych np. poprzez wypłacanie dywidendy albo poprzez sprzedaż akcji na giełdzie. Według wyliczeń Banku Światowego, wśród badanych krajów rozwijających się, w okresie od 1991 do 2021 roku, średnio każdy z krajów pozyskał w ten sposób 8 miliardów USD<sup>218</sup>. Ponadto zwiększenie wartości akcji SGKP, może powodować zwiększenia wartości aktywów państwowych.

Celem ekonomicznym jest również podnoszenie efektywności spółek. Wiele państw – zgodnie z zaleceniami OECD<sup>219</sup> – chcąc zwiększyć efektywność przedsiębiorstw państwowych, starało się poprawić transparentność, metody zarządzania oraz zwiększyć zależność od rynku przy pozyskiwaniu kapitału dla przedsiębiorstw państwowych, co można spełnić właśnie poprzez emisję ich akcji na giełdach papierów wartościowych<sup>220</sup>. Dlatego w wielu krajach reformy przedsiębiorstw państwowych polegały na publicznej emisji ich akcji. W tym przypadku rządy starają się wykorzystać koncepcję izomorfizmu instytucjonalnego. W kontekście SGKP oznacza to dążenie do poprawy efektywności funkcjonowania spółki poprzez

---

<sup>214</sup> P. Kozarzewski, *Polityka właścicielska państwa w okresie transformacji systemowej. Próba syntezy*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2019, s. 295.

<sup>215</sup> S. Sękowski, *The pros and cons of rent-seeking: Political rent in various research paradigms*, „Studia z Polityki Publicznej”, 2021, 8(2).

<sup>216</sup> P. Kozarzewski, *Polityka właścicielska...*, op. cit., s. 277-278.

<sup>217</sup> K. Szarzec, *Państwo jako...*, op.cit., s. 107-108.

<sup>218</sup> A. C. Silva, A. Nerlich, *Listing state-owned ...*, op. cit., s. 7.

<sup>219</sup> OECD 2015, *OECD guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*, s. 61.

<sup>220</sup> F. Flores, A. Musacchio, *The return of state-owned enterprises*, „Harvard International Review”, 2009.

optymalne połączenie zarządzania akcjonariuszy prywatnych i akcjonariusza państwowego. Prywatni akcjonariusze chcą uzyskiwać jak największe korzyści finansowe z funkcjonowania przedsiębiorstwa, zaś akcjonariusz państwowy dąży do takiego zaprojektowania funkcjonowania organizacji, aby realizować interes publiczny. Dzięki wymienionym cechom takie spółki mogą optymalnie łączyć efektywność i realizowanie celów publicznych<sup>221</sup>.

Kolejnym ważnym celem ekonomicznym jest dbanie o stabilność gospodarki i poprawa koniunktury gospodarczej. Podczas kryzysów gospodarczych państwa mogą interweniować, aby ratować podmioty prywatne zagrożone bankructwem (zbyt dużych, by upaść). Ten rodzaj interwencji zazwyczaj odbywa się poprzez udzielanie prewencyjnych pożyczek lub – co istotne z punktu widzenia niniejszej pracy – przejmowanie udziałów w spółce giełdowej. Dzięki takim ratunkowym nacjonalizacjom (zwykle prowadzącym właśnie do powstania podmiotów o mieszanej własności) rządy mogą łagodzić negatywne skutki kryzysu.

Państwo w roli akcjonariusza spółek giełdowych ma także możliwość promowania rozwoju konkretnych branż poprzez stworzenie narodowych liderów, tzw. narodowych czempionów. Do realizacji tego celu władze państwowe mogą skutecznie redukować ograniczenia kapitałowe spółek giełdowych poprzez dokapitalizowanie ich, co umożliwia spółce łatwiejsze dokonywanie ekspansji gospodarczej. Taka sytuacja może przyczynić się do przyspieszenia rozwoju całej branży lub nawet gospodarki kraju.

**Cele polityczne** zaangażowania państwa jako akcjonariusza w spółkach giełdowych są motywowane interesem urzędników lub polityków, a nie dobrem ogólnym. SGKP mogą być dla polityków podmiotami, za pomocą których będą realizować swoje indywidualne cele lub cele ugrupowania politycznego. Interesy urzędników lub polityków polegają na utrzymaniu władzy przez partię rządzącą (np. poprzez finansowanie kampanii wyborczych) lub dystrybucji przez nią rent politycznych. W spółkach giełdowych, które są kontrolowane przez państwo, renta polityczna przejawia się najczęściej w postaci obsadzania stanowisk w spółkach osobami, które są bezpośrednio związane z rządzącą partią, i których poziom kompetencji nie ma większego znaczenia.

Realizacja tych celów często prowadzi do zniekształceń gospodarczych lub nierównej dystrybucji zasobów<sup>222</sup>. W takich sytuacjach, gdy spółki nie mają zagwarantowanej monopolistycznej lub quasi-monopolistycznej pozycji na rynku, przekłada się to na

---

<sup>221</sup> A. Vining, C. Laurin, *State-owned...*, op. cit., s. 413.

<sup>222</sup> World Bank, *State-Owned Enterprise Challenges and World Bank Group Reforms*, <https://ieg.worldbankgroup.org/evaluations/state-your-business/chapter-1-state-owned-enterprise-challenges-and-world-bank-group> (dostęp: 24.08.2023).

pogorszenie wyników finansowych spółki, a w konsekwencji wpływa negatywnie na realizację celów ekonomicznych, co może skutkować negatywnymi efektami nie tylko dla spółki, ale także dla ogółu obywateli<sup>223</sup>.

**Cele społeczne** zaangażowania państwa w charakterze akcjonariusza spółek giełdowych, wiążą się z określonymi potencjalnymi korzyściami społecznymi. Ich realizacja może przyczyniać do poprawy jakości życia społeczeństwa, np. poprzez łagodzenie zawodności rynkowych. W kontekście zaangażowania państwa jako akcjonariusza cele mogą być osiągnięte poprzez wpływ na funkcjonowanie spółek, które państwo kontroluje. Oznacza to, że cele te mają poprawić jakość życia ludności, ale mogą wpływać negatywnie na realizację celów ekonomicznych. Jak zauważają Aldo Mussachio oraz Sergio G. Lazzarini, gdy istnieją pewne mechanizmy kontroli i równowagi w działaniach rządu, prywatni inwestorzy mogą zaakceptować, że częścią strategii przedsiębiorstwa państwowego będzie osiągnięcie określonych celów społecznych przy jednoczesnym zapewnieniu zadowalającej rentowności<sup>224</sup>.

Ważnym celem społecznym jest stworzenie lub utrzymanie miejsc pracy w gospodarce kraju lub konkretnego regionu. W ramach polityki gospodarczej państwo może podjąć decyzję o utrzymaniu wyższego poziomu zatrudnienia w spółce, niż jest to wymagane przez kryteria racjonalności ekonomicznej. W sytuacji, gdy kontrola nad spółką giełdową zostanie przekazana akcjonariuszom prywatnym, którzy dążą przede wszystkim do maksymalizacji zysków, może dojść do redukcji poziomu zatrudnienia. Dlatego państwo często decyduje się na wspieranie zatrudnienia, co wiąże się z kosztami finansowymi lub utratą wartości rynkowej spółki. Jest to szczególnie ważne w przypadku tzw. branż schyłkowych (*sunset industries*), na przykład kopalni, gdzie negatywne skutki długotrwałego bezrobocia i upadku przemysłu mogą być znaczące<sup>225</sup>.

Celem społecznym, który może skłaniać państwo do uczestnictwa jako akcjonariusz w spółce notowanej na giełdzie, jest realizowanie działań proekologicznych. Cel ten zyskuje na znaczeniu szczególnie mocno w ostatnich latach. Jego realizacja często wymaga dużych nakładów finansowych, co może wiązać się z pogorszeniem wyniku finansowego spółki. W sytuacji, gdy mamy do czynienia z prywatnymi akcjonariuszami, osiągnięcie mniejszego zysku może ich zniechęcać. Natomiast państwo jako akcjonariusz długoterminowy (zwany również

---

<sup>223</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa państwowe...*, op. cit., s. 44.

<sup>224</sup> A. Musacchio, S.G. Lazzarini, *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*, Harvard University Press, Harvard 2014, s. 172.

<sup>225</sup> K. Szarzec, *Państwo jako właściciel ...*, op. cit., s. 89.

cierpliwym), może w większym stopniu ponieść związane z tym koszty. Wyniki badania spółek giełdowych z 44 państw przeprowadzonego przez Po-Hsuan Hsu, Hao Lianga oraz Pedro Matosa wykazały, że w latach 2004-2017 SGKP częściej wspierały realizację celów środowiskowych niż spółki w pełni prywatne<sup>226</sup>.

Kolejnym celem społecznym państwa jako akcjonariusza SGKP jest zaangażowanie w walkę z pojawiającymi się kryzysami gospodarczymi. W SGKP, dzięki bliskim relacjom z rządem, można szybko wpływać na procesy decyzyjne, co sprzyja walce z powstałymi skutkami kryzysów. Przykładem mogą być działania SGKP, które były wykorzystywane przez polski rząd podczas kryzysu związanego z pandemią COVID-19. Polegały one na wymuszaniu działań SGKP poza ich normalnymi obszarami funkcjonowania – dystrybucji maseczek, płynów dezynfekujących, organizowaniu odpowiedniej infrastruktury do walki z pandemią, czy też na przekazywaniu darowizn<sup>227</sup>.

#### 2.2.3.2. Konflikt celów między akcjonariuszem państwowym a prywatnym

Cechą charakterystyczną państwa jako akcjonariusza jest określanie wobec SGKP kilku celów, często wzajemnie sprzecznych. Z jednej strony państwo jako akcjonariusz wspiera cele ekonomiczne, ukierunkowane na poprawę wyników finansowych spółek oraz efektywności systemu gospodarczego. Z drugiej strony, państwo może poprzez SGKP łagodzić zawodności rynku, czy realizować cele społeczne, a dodatkowo politycy bardzo często wykorzystują spółki do swoich partykularnych celów. Natomiast dla akcjonariusza prywatnego zawsze priorytetem jest maksymalizacja zysku lub wartości spółki. W wyniku tych rozbieżności oraz w przypadku stosunkowo równego podziału praw kontrolnych konflikt między akcjonariuszem państwowym a akcjonariuszami prywatnymi często jest nieuchronny<sup>228</sup>.

W zakresie, w jakim akcjonariusz państwowy rzeczywiście zobowiązuje się do maksymalizacji zysków, zmniejsza się ryzyko konfliktu. Jednakże nawet jeśli akcjonariusz państwowy przyjmie za cel w danym momencie maksymalizację zysku, nie jest możliwe, aby w sposób wiarygodny zobowiązał się do maksymalizacji zysku w długim okresie, ponieważ przynajmniej w funkcjonujących demokracjach zmieniają się rządy i w konsekwencji mogą się zmieniać cele nadzoru korporacyjnego państwa<sup>229</sup>.

---

<sup>226</sup> P.H. Hsu, H. Liang, P. Matos, *Leviathan Inc. and corporate environmental engagement*, Finance Working Paper N° 526/2017, 2020.

<sup>227</sup> T. Gigol, K. Kremczyńska-Gigol, *Kryzys COVID-19 a zachowania spółek Skarbu Państwa*, Konsorcjum Bezpieczeństwo Gospodarcze Polski, Warszawa 2021, r. IV.

<sup>228</sup> A. Vining, C. Laurin, *State-owned...*, op. cit., s. 413.

<sup>229</sup> S. Alexius, J.C. Ornberg, *Mission(s) impossible? Configuring values in the governance of state-owned enterprises*, „International Journal of Public Sector Management”, 2015, 28(4/5).

Ryzyko pojawienia się konfliktu między akcjonariuszami państwowymi a prywatnymi jest wyraźnie większe, gdy akcjonariusz państwowy chce realizować cel społeczny lub polityczny, który jest sprzeczny z maksymalizacją zysku. Nie oznacza to, że państwo nie powinno realizować celów społecznych, a jedynie, że prawdopodobnie będą one źródłem konfliktu między akcjonariuszami państwowymi a prywatnymi<sup>230</sup>. Decyzja co do skali realizacji celów wynika z wielu czynników takich, jak specyfika roli państwa w danym systemie gospodarczym, zasad polityki społeczno-gospodarczej oraz istniejących formalnych i nieformalnych układów instytucjonalnych<sup>231</sup>.

Pewnym rozwiązaniem lub złagodzeniem konfliktu między akcjonariuszem państwowym a akcjonariuszami prywatnymi może być hierarchizacja celów. Jest to jednak bardzo trudne, ponieważ cele państwa jako akcjonariusza mogą być formalne (deklarowane) oraz faktycznie realizowane. Co istotne, w wielu przypadkach cele deklarowane mogą znacząco różnić się od celów faktycznie realizowanych<sup>232</sup>.

Ocena realizacji celów przedsiębiorstw państwowych, a w konsekwencji także spółek z udziałem kapitału państwowego, jest metodologicznie niełatwym zadaniem. Wymaga ona ustalenia bilansu celów zrealizowanych oraz niezrealizowanych, a na poziomie makro wyodrębnienia wpływu SGKP na realizację określonych celów z całej zbiorowości pozostałych czynników. Dlatego, jak zwraca uwagę P. Kozarzewski, przy ocenie realizacji celów stosowanie wyłącznie metod analizy ilościowej jest niemożliwe, a metody jakościowe są obarczone dużym ryzykiem błędu<sup>233</sup>.

#### **2.2.4. Lewarowanie kontroli przez państwo w SGKP**

##### **2.2.4.1. Przyczyny i skutki lewarowania kontroli**

Lewarowanie (wzmacnianie) kontroli jest definiowane jako proces uzyskiwania uprawnień kontrolnych nad spółką o zdecydowanie większym zakresie, aniżeli wynikałoby to z posiadanych udziałów własnościowych<sup>234</sup>. W konsekwencji akcjonariusz korzystający z mechanizmów wzmacniających kontrolę nie musi posiadać dużego procentowego udziału w akcjach spółki, aby efektywnie nią zarządzać.

Jak wskazały wyniki badań Craiga Doidge'a, mechanizmy lewarowania kontroli przez dominującego akcjonariusza są stosowane praktycznie niemal na całym świecie, zarówno w

---

<sup>230</sup> A. Vining, C. Laurin, *State-owned...*, op. cit., s. 413.

<sup>231</sup> P. Kozarzewski, *Polityka właścicielska...*, op. cit., s. 99.

<sup>232</sup> K. Szarzec, *Państwo jako...*, op. cit., s. 114.

<sup>233</sup> Ibidem, s. 101.

<sup>234</sup> A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy...*, op. cit., s. 160.

przypadku spółek wyłącznie prywatnych, jak i o mieszanym kapitale, choć w zróżnicowanym stopniu<sup>235</sup>. Zjawisko to jest szczególnie istotne, gdy państwo pozostaje dominującym (największym), choć mniejszościowym akcjonariuszem. Rządy w takich sytuacjach bardzo często wykorzystują mechanizm wzmacniania kontroli w spółkach, dzięki któremu mogą niemal w pełni je kontrolować<sup>236</sup>.

Można wskazać wiele przyczyn posiadania przez państwo większej kontroli, niż wynikałoby to z posiadanych udziałów właścicielskich. Po pierwsze, państwa prowadziły procesy prywatyzacyjne, które w przypadku niektórych spółek nie zostały dokończone (wspomniana wcześniej *reluctant privatization*) i w rękach rządu pozostały mniejszościowe udziały, a dodatkowo rządy często w czasie prywatyzacji powiększały swoje uprawnienia kontrolne, stosując przykładowo złote akcje. Po drugie, w wielu krajach zasady polityki gospodarczej mogą powodować, że przyjęty kształt rozwiązań instytucjonalno-prawnych pozwala uzyskać dodatkowe uprawnienia państwowemu akcjonariuszowi, szczególnie w przypadku strategicznych spółek. Po trzecie, ponieważ liczba podatników jest zawsze większa niż liczba inwestorów giełdowych, to obywatele (opinia publiczna) mogą faworyzować przepisy prawne, które uprzywilejowują interesy państwa jako akcjonariusza kontrolującego nad interesami prywatnych inwestorów mniejszościowych (w tym zagranicznych). Jak wskazuje Mariana Pargendler, szczególnie duże ryzyko tego rodzaju występuje w krajach, gdzie wysoki jest poziom udziału przedsiębiorstw państwowych w gospodarce<sup>237</sup>.

Zastosowanie mechanizmów lewarowania kontroli nie pozostaje bez konsekwencji zarówno dla samych spółek, inwestorów, jak i dla całego rynku kapitałowego. Skutki zastosowania takich mechanizmów obejmują zarówno aspekty negatywne, jak i pozytywne.

Do negatywnych skutków wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli można zaliczyć zjawisko pokusy nadużycia, które przyczynia się do powstania wyższych kosztów agencji w porównaniu do sytuacji, w której spółka kontrolowana jest na zwykłych zasadach proporcjonalności<sup>238</sup>. Zastosowanie mechanizmów wzmacniania kontroli może również powodować, że powstaje konflikt między państwowym akcjonariuszem a pozostałymi udziałowcami, ponieważ państwo-właściciel postępuje według zasady „państwu wolno więcej”. Często następuje wówczas głębokie „zawłaszczenie” statutowych organów spółki,

---

<sup>235</sup> C. Doidge, G.A. Karolyi, K.V. Lins, D.P. Miller, R.M. Stulz, *Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision*, „The Journal of Finance”, 2009, 64(1).

<sup>236</sup> M. Bałtowski, *Więcej...*, op. cit.

<sup>237</sup> M. Pargendler, *State ownership and ...*, op. cit.

<sup>238</sup> L. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, NBER Working Paper 6951, Cambridge 1999.

czyli wykorzystaniu swojej pozycji do przejęcia kontroli np. nad radą nadzorczą<sup>239</sup>.

Stijn Claessens wraz ze współpracownikami wskazują, że mechanizmy, które zmniejszają wpływ akcjonariuszy mniejszościowych, wpływają także negatywnie na wycenę przedsiębiorstw, niezależnie od rodzaju akcjonariusza dominującego<sup>240</sup>. Należy jednak wspomnieć, że SGKP w niektórych krajach osiągają pewne przywileje ze strony państwa (np. są faktycznymi monopolistami w danej branży), co wpływa pozytywnie na ich wyniki finansowe, a w konsekwencji na wycenę rynkową. Prywatni akcjonariusze akceptują wówczas niższy stopień kontroli na rzecz wyższej wyceny akcji lub wyższego osiąganego zysku, który przekłada się na poziom dywidendy. Taka sytuacja występuje choćby w Polsce, gdzie niektóre SGKP osiągają wyższą rentowność aktywów niż spółki w pełni prywatne, a jednym z istotnych czynników takiej sytuacji jest silna pozycja rynkowa oraz dominacja SGKP w branżach regulowanych.

Zastosowanie mechanizmów lewarowania kontroli w spółkach przez państwo przyczynia się do powstania zjawiska tunelowania spółki. Oznacza ono, że akcjonariusz dominujący nadużywa kontroli i negatywnie wpływa na interesy pozostałych akcjonariuszy<sup>241</sup>, może wykorzystywać swoją kontrolę do czerpania korzyści zdecydowanie nadmiernych w stosunku do posiadanych praw własności<sup>242</sup>. W wyniku tego może następować pewien transfer aktywów i zysków do akcjonariusza dominującego. Państwo jako akcjonariusz jest w stanie „tunelować” spółkę na dwa sposoby. Pierwszy sposób polega na wykorzystywaniu spółki do realizacji celów politycznych i społecznych, co może negatywnie wpływać na interesy pozostałych akcjonariuszy. Państwo obejmuje wówczas rolę stratega i wyznacza kierunki rozwoju spółki. Taki rodzaj działań państwa został w literaturze określony jako *policy channeling*<sup>243</sup>. Drugi rodzaj tunelowania to zawłaszczenie spółek giełdowych przez polityków, którzy wykorzystują je do uzyskania renty politycznej, co jest sprzeczne z celami udziałowców mniejszościowych<sup>244</sup>.

Ginka Borisova wraz ze współpracownikami wskazuje, że mechanizmy wzmacniania kontroli przez państwo negatywnie wpływają na system *corporate governance* w tych

---

<sup>239</sup> M. Bałtowski, *Wielej władzy niż własności...*, op. cit.

<sup>240</sup> S. Claessens, S. Djankov, J.P. Fan, L.H. Lang, *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, „The Journal of Finance”, 2002, 57(6).

<sup>241</sup> M. Bałtowski, *Wielej władzy niż...*, op. cit.

<sup>242</sup> Ibidem.

<sup>243</sup> C. Milhaupt, M. Pargendler, *Related-party transactions in state-owned enterprises: Tunneling, propping, and policy channeling*, [w:] L. Enriques, T.H. Troeger (red.), *The law and finance of related party transactions*, Cambridge University Press, Nowy Jork 2019. W polskiej literaturze naukowej (Katarzyna Szarzec, 2022) tłumaczono to jako polityka kierowania, natomiast wydaje się, że można to również przetłumaczyć jako kanałowanie polityki.

<sup>244</sup> K. Szarzec, *Państwo jako właściciel ...*, op. cit., s. 148.

spółkach. Wynika to ze słabszej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych oraz mniejszej niezależności zarządu<sup>245</sup>.

Lewarowanie kontroli w przypadku państwa może mieć również pewne pozytywne skutki. Po pierwsze jest to zachowanie kontroli nad spółką w rękach państwowego akcjonariusza, co może być istotne, gdy podmiot funkcjonuje w branży strategicznej dla gospodarki. Po drugie, w takiej sytuacji zmniejsza się wpływ inwestorów krótkoterminowych na działanie spółki. Obecnie można zaobserwować rosnącą liczbę inwestorów krótkoterminowych, dlatego stosowanie mechanizmów lewarowania kontroli pozwala na zachowanie większej stabilności zarządzania w spółce, co odnosi się nie tylko do SGKP, ale także do pozostałych spółek giełdowych.

#### 2.2.4.2. Klasyfikacja mechanizmów (instrumentów) lewarowania według A. Adamskiej

Akcjonariusz dominujący może wykorzystywać wiele mechanizmów do lewarowania kontroli w spółce. Agata Adamska dokonuje ich podziału na podstawie:

- 1) uniwersalności stosowania,
- 2) celu stosowania,
- 3) miejsca kształtowania danego mechanizmu,
- 4) sposobu oddziaływania<sup>246</sup>.

Podział mechanizmów lewarowania kontroli ze względu na uniwersalność stosowania pokazuje poziom ich rozpowszechnienia na giełdach papierów wartościowych. W tej kategorii można wyróżnić trzy rodzaje mechanizmów. Najbardziej rozpowszechnione na światowych giełdach są mechanizmy uniwersalne, które są stosowane na niemal wszystkich giełdach i które rzadko są ograniczane prawnie. Najpowszechniej stosowanym tego rodzaju mechanizmem jest struktura piramidowa. Jest to sytuacja realizowania uprawnień właścicielskich w spółce poprzez sieć innych podmiotów, które są kontrolowane przez danego właściciela. Pozwala to na znaczne ograniczenie zaangażowania kapitałowego w spółce. W takich strukturach powstaje relacja dominacji i zależności, w której powiązania są mniej przejrzyste.

Mniej uniwersalne, spotykane na mniejszej liczbie giełd, są tzw. mechanizmy zróżnicowane. Ich istotą jest to, że ograniczenie występowania wynika z regulacji państwowych. Przykładem są akcje uprzywilejowane co do głosu, które uprawniają posiadacza do realizacji większej liczby głosów na WZA oraz akcje nieme, które nie dają żadnych praw głosu ich posiadaczom.

---

<sup>245</sup> G. Borisova, P. Brockman, J.M. Salas, A. Zagorchev, *Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU*, „Journal of Banking & Finance”, 2012, 36(11).

<sup>246</sup> A. Adamska, *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, 2013, 11(2).

Trzecim rodzajem mechanizmów lewarowania kontroli według kryterium uniwersalności stosowania są mechanizmy charakterystyczne dla określonego rynku lub spółki, takie jak uprawnienia do podejmowania przez państwo określonych, wybranych decyzji. Tego rodzaju mechanizmy występują w SGKP notowanych na giełdzie w Warszawie, np. w spółce PGE Skarb Państwa ma uprawnienia do wskazania Przewodniczącego Rady Nadzorczej spółki.

W ramach mechanizmów wzmacniających kontrolę w spółce, wyróżnionych według kryterium celowości, można również wskazać trzy szczególne ich rodzaje: nieproporcjonalne wzmocnienie siły głosu, utrzymanie status quo oraz pozostałe mechanizmy. Do pierwszej grupy można zaliczyć mechanizmy, które zwiększają liczbę głosów akcjonariusza na WZA, czyli zwiększają poziom kontroli bezpośrednio. Ich przykładem jest posiadanie przez akcjonariusza akcji uprzywilejowanych co do głosu (lub – odwrotnie – akcji niemych).

Mechanizmy, których zadaniem jest utrzymanie status quo, mają za zadanie ograniczyć wpływ pozostałych akcjonariuszy. Egzemplifikacją takiego działania jest ograniczenie wykonywania praw głosu z akcji po przekroczeniu określonego limitu. Mechanizm ten został zastosowany np. w spółce PKN Orlen S.A., w której według zapisów statutu spółki w art. 7 ust. 11, akcjonariusz nie może wykonywać więcej niż 10% ogólnej liczby głosów istniejących w spółce w dniu odbywania WZA, przy czym zapis ten nie obowiązuje Skarbu Państwa.

Mechanizmy, których nie można zaklasyfikować do nieproporcjonalnego wzmacniania siły głosu oraz utrzymania status quo, przypisuje się do kategorii pozostałych mechanizmów. Można do nich zaliczyć np. złote akcje. Są to specjalne uprawnienia, które rządy pozostawiły sobie w spółkach po ich prywatyzacji, dzięki którym nadal mają wpływ na podejmowanie strategicznych decyzji. Orzecznictwo Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości zabrania korzystania z tego specyficznego mechanizmu w krajach Unii Europejskiej, bowiem ogranicza on swobodę przepływu kapitału oraz swobodę przedsiębiorczości. Zastosowanie klauzuli złotej akcji jest uprawnione jedynie w ściśle wyznaczonych przypadkach, takich jak obrona interesu publicznego<sup>247</sup>.

Kolejne kryterium podziału mechanizmów lewarowania kontroli dotyczy miejsca kształtowania danego mechanizmu. W ramach tego podziału można wyróżnić rozwiązania statutowe, rynkowe, mieszane oraz legislacyjne. Rozwiązania statutowe to takie, które powstają wewnątrz spółki, zazwyczaj w postaci zapisów w jej statucie. Można do nich zaliczyć np. ograniczenie praw głosu mniejszościowym udziałowcom. Rozwiązania rynkowe powstają na skutek działania poszczególnych akcjonariuszy, niezależnie od statutowych organów czy

---

<sup>247</sup> T. Szabados, *Recent golden share cases in the Jurisprudence of the Court of Justice of the European Union*, „German Law Journal”, 2015, 16(5).

pozostałych akcjonariuszy. Przykładem są wspomniane struktury piramidowe lub porozumienia udziałowców. Rozwiązania mieszane to mechanizmy, które powstają wewnątrz spółki, jednak ich wykorzystanie jest poza kontrolą jej organów. Jako przykład mogą posłużyć akcje uprzywilejowane, ponieważ decyzja o ich ustanowieniu zapada wewnątrz spółki. Jednak, gdy zostaną wyemitowane, mogą zmienić właściciela, na co emitent nie ma już wpływu<sup>248</sup>. Państwo jako akcjonariusz, a jednocześnie regulator, może również wykorzystywać specjalnie formułowane przepisy ogólnie obowiązującego prawa do wzmocnienia kontroli korporacyjnej w spółkach, dlatego do tego podziału można również dodać rozwiązania legislacyjne. Przykładem takiego działania może być włoskie prawo *Law Decree no. 21/2012*, przekształcone następnie w *Law no. 56/2012*, które daje państwu specjalne uprawnienia w spółkach (np. prawo weta) funkcjonujących w strategicznych sektorach gospodarki.

Mechanizmy lewarowania kontroli można również podzielić ze względu na sposób ich oddziaływania. Pierwsza kategoria uwzględnia mechanizmy, które charakteryzują się koncentracją głosów i polegają najczęściej na zwiększeniu bezwzględnej liczby głosów na WZA. Przykładem może być emisja opisanych wcześniej akcji uprzywilejowanych co do głosu. Druga grupa tego rodzaju mechanizmów lewarowania kontroli wzmacnia relatywną siłę głosu. Wynika ona z ograniczeń nakładanych na innych inwestorów. Egzemplifikacją mogą być ograniczenia prawa głosu wynikające z posiadania akcji<sup>249</sup>.

#### 2.2.4.3. Klasyfikacja mechanizmów lewarowania kontroli przez państwo zastosowana w rozprawie

Rozważania A. Adamskiej dotyczą generalnie podmiotów prywatnych, ale podobna sytuacja występuje, gdy akcjonariuszem dominującym jest państwo. Dlatego w ramach własnych badań empirycznych, wykorzystując opisaną wyżej klasyfikację, stworzyłem klasyfikację mechanizmów lewarowania kontroli, wykorzystywanych w badanych SGK w 2022 roku. Zidentyfikowałem 11 rodzajów mechanizmów lewarowania kontroli w SGK, które podzieliłem na trzy grupy ze względu na sposób, w jaki wzmacniają kontrolę państwa.

Pierwsza grupa obejmuje siedem rodzajów mechanizmów, które wzmacniają pozycję państwa jako akcjonariusza w spółce poprzez przyznanie nowych uprawnień. Wyróżniłem tu:

- 1) Złote akcje posiadane przez państwo lub serie akcji zapewniające państwowemu właścicielowi dodatkowe uprawnienia.
- 2) Zapisy w statutach spółek, przyznających rządowi prawo do nominowania co najmniej

---

<sup>248</sup> A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy...*, op. cit., s. 161-166.

<sup>249</sup> Ibidem, s. 165

jednego członka organu statutowego (np. członka zarządu).

3) Prawo weta, które pozwala państwu blokować decyzje podejmowane przez organy spółki.

4) Akcje o wyższej sile głosu posiadane przez państwo, w porównaniu do akcji posiadanych przez prywatnych akcjonariuszy.

5) Mechanizmy wzmacniające głos państwa na WZA poprzez ogólnie obowiązujące przepisy prawne.

6) Zapisy w statucie, które nadają państwu specjalną pozycję jako akcjonariusza, umożliwiającą faktyczne zarządzanie spółką poprzez tworzenie m.in. specjalnych komitetów wewnątrz spółek, które mają szerokie uprawnienia kontrolne.

7) Przepisy ogólnie obowiązującego prawa zapewniającego państwu specjalną pozycję w spółce (np. włoskie prawo *Golden Power*).

Druga grupa obejmuje mechanizmy, które wzmacniają pozycję państwa poprzez ograniczenie uprawnień właścicielskich prywatnym akcjonariuszom. Zaliczyłem do niej dwa rodzaje mechanizmów:

1) Regulacje ograniczające głosowanie prywatnych akcjonariuszy na WZA poprzez ustalenie maksymalnego pułapu udziału w głosach.

2) Zapisy, które ograniczają udział własnościowy prywatnych akcjonariuszy w spółkach giełdowych.

Trzecia grupa to pozostałe mechanizmy, do których zaliczyłem:

1) Porozumienia akcjonariuszy,

2) Zapisy uprawniające państwo do zwoływania WZA.

W tym miejscu należy podkreślić, że w wielu publikacjach struktury piramidowe, rozumiane jako sieć zależności i rozwiązań własnościowych, które pozwalają akcjonariuszowi zarówno pośrednio jak i bezpośrednio posiadać akcje w spółce, uznawane są za jeden z mechanizmów lewarowania kontroli. Biorąc pod uwagę, że w swojej analizie wyróżniałem rodzaj kontroli korporacyjnej państwa (bezpośredni lub pośredni), podjąłem decyzję, że nie będę dodatkowo wyodrębniał struktur piramidowych jako mechanizmów lewarowania kontroli.

Podsumowując, mechanizmy lewarowania kontroli wykorzystywane są zarówno w przypadku akcjonariuszy prywatnych, jak i państwowych. Są one obecne również na wielu giełdach papierów wartościowych. Ich zastosowanie przez państwo może nieść ze sobą szereg implikacji zarówno dla pojedynczej spółki, jak i dla całego rynku kapitałowego. Analiza literatury ukazuje zróżnicowaną gamę mechanizmów lewarowania kontroli w spółkach. Należy zwrócić uwagę, że państwo, w przeciwieństwie do pozostałych akcjonariuszy, może również wykorzystywać przepisy ogólnie obowiązującego prawa do wzmocnienia swojej pozycji w

spółkach.

## **2.3. Spółki giełdowe kontrolowane przez państwo – stan badań**

### **2.3.1. Uwagi wprowadzające**

Jak zostało wykazane w podrozdziale 2.2, przez wiele dziesięcioleci SGKP występowały stosunkowo rzadko, a ich znaczenie gospodarcze nie było duże. Jednakże w końcowych dekadach XX wieku zaobserwowano wyraźny wzrost aktywności państw w zakresie zaangażowania kapitałowego na giełdach papierów wartościowych. W rezultacie, jak wynika ze wspomnianej w poprzedniej części rozprawy pracy A. de La Cruz, pod koniec 2017 roku państwo zajmowało pozycję drugiego co do wielkości inwestora pod względem wartości posiadanych udziałów w spółkach, które łącznie stanowiły 14% globalnej kapitalizacji rynku akcji. Co istotne, ponad połowa tych udziałów znajdowała się w bezpośrednim posiadaniu rządów<sup>250</sup>.

W literaturze przedmiotu spółki giełdowe z udziałami państwa stanowią przedmiot licznych badań naukowych – czasami analizowane są jako podtyp spółek giełdowych, a w innych przypadkach traktowane są jako odrębna kategoria badawcza. Badania te koncentrują się na takich zagadnieniach, jak efektywność mikroekonomiczna, wdrażanie dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego czy procesy internacjonalizacji ich działalności. Wciąż brakuje kompleksowych analiz dotyczących podstawowego aspektu wiedzy o zjawisku, jakim jest sama skala obecności spółek z udziałami państwa na światowych giełdach papierów wartościowych, a także zmiany w tym obszarze w ostatnich latach. Większość z dotychczasowych badań skupia się na analizie funkcjonowania tego rodzaju spółek w Chinach i innych gospodarkach, w których własność państwowa tradycyjnie odgrywa ważną rolę<sup>251</sup>. Jak wykażę poniżej, mało jest analiz pokazujących obecność tych spółek na poszczególnych giełdach papierów wartościowych w szerokim przedziale czasowym oraz obejmujących wiele krajów. Co więcej, wyniki istniejących w literaturze badań opierają się na różnych przyjętych założeniach badawczych oraz definicjach spółek. Z tych powodów ich przydatność do przeprowadzenia analiz porównawczych jest ograniczona.

Na początku podrozdziału przedstawię przegląd badań dotyczących skali obecności tych

---

<sup>250</sup> A. de La Cruz, A. Medina, Y. Tang, *Owners...*, op. cit., s. 26.

<sup>251</sup> B. Kabaciński, J. Kubiak, K. Szarzec, *Do state-owned enterprises underperform compared to privately owned companies? An examination of the largest polish enterprises*, „Emerging Markets Finance and Trade”, 2020, 56(13); L.H. Tan, J. Wang, *Modelling an effective corporate governance system for China's listed state-owned enterprises: issues and challenges in a transitional economy*, „Journal of Corporate Law Studies”, 2007, 7(1); A. Cuervo-Cazurra, A. Inkpen, A. Musacchio, K. Ramaswamy, *Governments as owners: State-owned multinational companies*, „Journal of International Business Studies”, 2014, (45).

podmiotów na poszczególnych giełdach papierów wartościowych. Następnie zaprezentuję badania, w których analizowana była obecność spółek z udziałami państwa w grupach kilku giełd oraz wśród spółek pogrupowanych według określonej kategorii. Na zakończenie przedstawię badania dotyczące stosowania przez państwo mechanizmów lewarowania kontroli w spółkach giełdowych.

### **2.3.2. Badania dotyczące poszczególnych giełd**

#### **2.3.2.1. Badania dotyczące giełd w Chinach**

Zdecydowanie najwięcej analiz poświęconych obecności spółek, w których państwa posiadały udziały, dotyczy giełd papierów wartościowych ulokowanych w krajach słabiej rozwiniętych. Wynika to prawdopodobnie stąd, że własność państwowa odgrywa w tych krajach większą rolę niż w gospodarkach wyżej rozwiniętych. Szczególnie dużo badań w tym zakresie poświęconych jest giełdom chińskim. Jedną z ważniejszych prac, choć już mocno zdezaktualizowaną, jest badanie przeprowadzone przez Lin Zhanga, gdzie przeanalizowano udział spółek pod kontrolą korporacyjną państwa w kapitalizacji na giełdach w Szanghaju oraz Shenzhen. Analiza danych z lat 1995-2006 pokazała, że udział tych spółek w ogólnej wartości kapitalizacji spółek giełdowych zmniejszył się nieznacznie z 97,9% do 91,1% w analizowanym okresie<sup>252</sup>. Prawdopodobnie przyczynił się do tego szybki rozwój prywatnych spółek giełdowych.

Inną ważną publikacją, w której badana była obecność spółek państwa na chińskich giełdach, jest raport amerykańskiego think-tanku *Peterson Institute for International Economics*. Prezentuje on analizę 100 największych spółek pod względem kapitalizacji rynkowej na giełdach w Szanghaju oraz Shenzhen. Autorzy podzielili analizowane spółki na trzy grupy. Pierwsza z nich to podmioty, w których państwo posiadało powyżej 50% udziałów (określone jako *state-owned enterprises*), druga grupa to spółki, w których państwo posiadało pomiędzy 50-10% udziałów (*mixed-owned enterprises*), zaś jako prywatne spółki uznano pozostałe podmioty. W analizie uwzględniono lata 2010-2021, a jej wyniki pokazały, że udział w kapitalizacji spółek, w których państwo posiadało większościowy pakiet akcji, spadł z poziomu 78% w 2010 roku do 38% na koniec 2021 roku. W przypadku spółek *mixed-owned enterprises* udział w kapitalizacji w badanym okresie utrzymywał się w przedziale od 14% do 19%.

Wiele publikacji dotyczących Chin zawiera analizy obecności spółek giełdowych z

---

<sup>252</sup> L. Zhang, *Venture capital and the corporate governance of Chinese listed companies*, Springer Science & Business Media, Londyn 2011, s. 17-18.

udziałami państwa, jednak bez podania szczegółowych założeń badawczych i definicji. Przykładowo można wymienić często cytowane opracowania *The Economist*<sup>253</sup> oraz Daniela Rosena i współpracowników<sup>254</sup>. Według *The Economist* chińskie spółki kontrolowane przez państwo na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI wieku miały 80% udziału w kapitalizacji chińskich giełd, zaś według drugiej analizy, która bazowała na danych z *Bloomberga*, udział ten na koniec 2017 roku wynosił 40%. Natomiast wyniki analizy chińskiej państwowej grupy inwestycyjnej *International Union Construction Group Shares Limited* (ICG) pokazały, że na giełdach w Shenzhen, Shanghaju oraz Hongkongu na koniec 2021 roku notowanych było 1,3 tys. spółek giełdowych z udziałami państwa o łącznej wartości ponad 33 bilionów juanów, co stanowiło 28,6% łącznej wartości kapitalizacji wspomnianych giełd<sup>255</sup>. Niestety ze względu na brak podania założeń badawczych, trudno poznać przyczyny rozbieżności tych szacunków. Zapewne wynikały one z przyjmowania różnych definicji spółek poddanych badaniom oraz różnych okresów, które były objęte analizą.

#### 2.3.2.2. Badania dotyczące giełdy w Rosji

Stosunkowo często badanym krajem jest również Rosja. Najbardziej wiarygodne i aktualne badania, dostępne w literaturze przedmiotu, dotyczące spółek z udziałami państwa na moskiewskiej giełdzie zostały przeprowadzone przez Alexandra Abramova, Alexandra Radygina i Marię Chernową. W ramach analizy autorzy przyjęli dwie definicje takich spółek. Pierwsza z nich oparta została na kryteriach OECD, gdzie jako spółki kontrolowane przez państwo traktowane były podmioty, w których rząd rosyjski lub podmiot przez niego kontrolowany posiadał co najmniej 10% udziału w głosach. Według tej definicji udział spółek giełdowych z udziałami państwa w kapitalizacji największych spółek notowanych na moskiewskiej giełdzie wyniósł 52,2% w 2006 roku, a następnie spadł do 39,3% w 2014 roku. W ciągu analizowanego okresu łącznie za najwyższą wartość kapitalizacji odpowiadały bezpośrednie udziały państwa w spółkach, a w miarę upływu lat, zaobserwowano stopniowe zmniejszanie różnicy między bezpośrednimi a pośrednimi udziałami państwa.

Druga definicja została oparta na specyficznej definicji z Rosyjskiej Statystyki Publicznej (Rosstat) i jako spółki państwowe traktowano podmioty, w których rząd – co istotne – bezpośrednio posiada choćby jedną akcję. Według tej definicji udział tych podmiotów w

---

<sup>253</sup> *The rise of state capitalism*, „The Economist”, 2012.

<sup>254</sup> D. Rosen, W. Leutert, S. Guo, *Missing link: corporate governance in China's state sector*, Asia Society, San Francisco 2018, s. 2

<sup>255</sup> International Union Construction Group, *The reform of state-owned listed companies, whose market capitalization accounts for nearly 30% of those listed in China and Hong Kong, continued to deepen* [http://www.guojianjituan.com/en/index.php/Index/News\\_details/1219.html](http://www.guojianjituan.com/en/index.php/Index/News_details/1219.html) (dostęp: 23.05.2023).

kapitalizacji giełdy zmniejszył się z 43,3% w 2006 roku do 33,4% w 2014 roku. Zmiana ta, jak wskazują autorzy, wiązała się prawdopodobnie ze zmianami w cyklu koniunkturalnym, który wpływał na wartość rynkową spółek państwowych.

Autorzy przeprowadzili także porównanie udziału spółek państwowych na giełdach z 22 krajów przy wykorzystaniu danych z OECD za rok 2012. Z przeprowadzonej analizy wynika, że średni udział tych podmiotów w kapitalizacji giełd dla krajów OECD wynosił około 3%, podczas gdy średnia dla całego świata wyniosła ponad 10%. W przypadku poszczególnych krajów większy udział spółek z udziałami państwa w kapitalizacji giełd w porównaniu do giełdy rosyjskiej występował jedynie w Czechach oraz Chinach. Natomiast najmniejszy udział odnotowano w rozwiniętych krajach, takich jak Hiszpania, Japonia czy Wielka Brytania<sup>256</sup>. Porównanie wyników może wskazywać, że spółki państwowe miały większy udział w kapitalizacji giełd w gospodarkach o słabszym poziomie rozwoju społeczno-gospodarczym.

Kolejnym ważnym badaniem, choć również niezbyt aktualnym, dotyczącym rosyjskich spółek jest praca Carstena Sprengera. W swojej analizie ekonomista badał spółki, w których państwo posiadało większościowy udział akcji (bezpośrednio lub pośrednio), lub mniejszy, ale zachowało możliwość wyboru większości przedstawicieli w radzie dyrektorów. Wyniki pokazały, że 10 największych spółek kontrolowanych przez rosyjskie państwo w 2004 roku stanowiło 31,4% kapitalizacji wśród 200 największych spółek giełdowych, natomiast w 2008 roku udział ten wzrósł do 47,1%<sup>257</sup>. Porównując to badanie do wcześniej omawianego, można zauważyć istotne różnice w prezentowanych wynikach, co prawdopodobnie jest spowodowane zastosowaniem różnych założeń badawczych.

#### 2.3.2.3. Badania dotyczące pozostałych giełd

Artykuł autorstwa M. Bałtowskiego oraz G. Kwiatkowskiego prezentuje empiryczną analizę zmian udziałów i zakresu spółek giełdowych, w których państwo posiadało powyżej 25% akcji, wchodzących w skład głównego polskiego indeksu giełdowego, tj. WIG 20, w latach 2001-2017. W badanym okresie udział tych spółek w kapitalizacji indeksu zwiększył się ponad trzykrotnie. W 2001 roku wynosił on około 20%, natomiast w 2017 roku przekroczył wartość 70%<sup>258</sup>. Wiązało to się głównie z wieloma częściowymi prywatyzacjami przedsiębiorstw państwowych, dokonywanych za pomocą giełdy papierów wartościowych.

---

<sup>256</sup> A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova, *State-owned...*, op. cit.

<sup>257</sup> C. Sprenger, *State ownership in the Russian economy: Its magnitude, structure and governance problems*, „The Journal of Institute of Public Enterprise”, 2010, 33(1).

<sup>258</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Miejsce przedsiębiorstw państwowych we współczesnej gospodarce – Polska na tle świata*, „Ekonomista”, 2019, (1).

Badanie Macieja Bałtowskiego oraz Piotra Kozarzewskiego stanowiło rozszerzenie wcześniej opisaney pracy, obejmujące okres do 2019 roku. Analiza opierała się na tych samych założeniach badawczych, co poprzednio opisywane badanie. Na podstawie uzyskanych wyników naukowcy stwierdzili, że w 2019 roku udział w kapitalizacji badanych spółek wzrósł do poziomu 75%. Największy udział w kapitalizacji miały spółki, w których udziały państwa wynosiły od 25% do 50%<sup>259</sup>. Wyniki opisanych badań pokazują, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie charakteryzuje się bardzo wysokim udziałem spółek kontrolowanych przez państwo.

Analiza obecności spółek giełdowych notowanych na kolumbijskiej giełdzie, w których państwo posiadało większościowe udziały (powyżej 50%), została przeprowadzona przez OECD. Jej wyniki wykazały, że na koniec 2012 roku obecne były tylko trzy takie spółki, jednak odpowiadały one za ponad 50% wartości kapitalizacji giełdy. Szczególnie duży udział w kapitalizacji, przekraczający 46%, posiadała spółka *Ecopetrol*<sup>260</sup>.

Praca Nazrul Hisyam Ab Razaka oraz współpracowników dotyczyła obecności spółek notowanych na malezyjskiej giełdzie, w których państwo posiadało bezpośrednie udziały pozwalające na ich kontrolę. Wyniki pokazały, że pod koniec pierwszej dekady XXI wieku na lokalnej giełdzie papierów wartościowych podmioty te odpowiadały za 36% wartości kapitalizacji całej giełdy i aż 54% wartości kapitalizacji *Kuala Lumpur Composite Index*<sup>261</sup>.

Muhammad Masyhuri przedstawił analizę obecności na indonezyjskiej giełdzie spółek, w których państwo posiadało co najmniej 51% udziałów. W 2013 roku notowanych było 20 takich spółek, których łączny udział w kapitalizacji giełdy wyniósł 26%. Należy zauważyć, że pięć z nich znalazło się wśród dziesięciu największych spółek według kapitalizacji rynkowej<sup>262</sup>. Inne badanie, dotyczące tej samej giełdy wykazało, że w okresie od 2009 do 2014 roku udział takich spółek w kapitalizacji oscylował między 23% a 26%<sup>263</sup>.

Analiza Alessandry Allini, Francesca Manesa Rossiego i Khaleda Hussaineya dotycząca obecności spółek, w których państwo posiadało co najmniej 20% udziałów, notowanych na giełdzie w Mediolanie pokazała, że na koniec 2011 roku notowanych było 17 takich spółek, a

---

<sup>259</sup> P. Kozarzewski, M. Bałtowski, *State capitalism in Poland*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia”, 2022, 56(1).

<sup>260</sup> OECD 2015, *OECD review of the corporate governance of state-owned enterprises: Colombia*, OECD Publishing.

<sup>261</sup> N.H. Ab Razak, R. Ahmad, H.J. Aliahmed, *Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia*, „Corporate Ownership and Control”, 2008, 6(2).

<sup>262</sup> M. Masyhuri, *Is Thailand better than Indonesia? A Comparative study between the listed state-owned enterprises (soes) corporate governance practices on disclosures and transparency*, „International Business Management”, 2017, 11(11).

<sup>263</sup> D. Bhakti, H. Widjaja, D. Sugiharto, *Inter-relationship between large sector and state-owned enterprises, case study of Indonesian Stock Market*, Period of January 2009–June 2015, Case Study of Indonesian Stock Market.

ich udział w kapitalizacji giełdy wyniósł 35%<sup>264</sup>.

W ostatnich 20 latach powstało również wiele innych opracowań eksperckich i badawczych pokazujących udział spółek z udziałem państwowego akcjonariusza na giełdach papierów wartościowych w różnych krajach, w których nie podawano jednak szczegółowo założeń badawczych i definicji tych spółek. Z tego powodu wyniki tych badań nie mają wartości naukowej, mogą służyć tylko jako ilustracja aktualnego stanu rzeczy. Przykładowo, raport brazylijskiej giełdy *BM&Bovespa* wskazuje, że w sierpniu 2015 roku na giełdzie w Rio De Janeiro podmioty kontrolowane przez państwo odpowiadały za 15% wartości kapitalizacji całej giełdy oraz za 20% dziennego obrotu akcjami<sup>265</sup>.

Z kolei według szacunkowej analizy autorstwa Einara Lie na giełdzie w Oslo, spółki z udziałem państwa (kontrolowane przez państwo) w połowie drugiej dekady XXI wieku miały 35% udziału w kapitalizacji na giełdzie<sup>266</sup>.

### **2.3.3. Badania przekrojowe (porównawcze)**

#### **2.3.3.1. Badania dotyczące grup giełd**

Niezależnie od przedstawionych wyżej badań dotyczących obecności spółek z udziałem państwa oraz spółek kontrolowanych przez państwo na poszczególnych giełdach w literaturze przedmiotu prezentowane są również badania, które analizują obecność takich spółek w określonych grupach giełd lub krajów. Ponieważ dane te szybko ulegają dezaktualizacji, ograniczę się do prezentacji wyników badań stosunkowo nowych, z okresu ostatnich 15-20 lat. Na początku zaprezentuję badania, które obejmowały analizą najszerszy zakres giełd.

Obszerną analizę na temat obecności spółek z udziałem państwa na giełdach w aspekcie dynamicznym przeprowadzili Po-Hsuan Hsu, Hao Liang oraz Pedro Matos. Ekonomisci badali udział takich spółek w kapitalizacji światowych giełd w latach 2004-2017 w podziale na pięć regionów (Afryka, Azja, Ameryka Łacińska, Ameryka Północna oraz Europa). Jako spółki państwowe klasyfikowano podmioty, w których państwo posiadało udział w prawach głosu na WZA spółki przekraczający 25%. Wyniki pokazały, że znaczenie tego rodzaju podmiotów jest zróżnicowane. W początkowym roku analizy największy udział tych spółek w kapitalizacji giełd, wynoszący 15%, był w Azji, zaś średni ich udział dla giełd z całego świata wynosił około 5%. W kolejnych latach udział w kapitalizacji wzrósł, szczególnie mocno w latach 2007 i 2008, czyli w okresie kryzysu finansowego, gdy dokonano nacjonalizacji wielu spółek giełdowych.

---

<sup>264</sup> A. Allini, F. Manes Rossi, K. Hussainey, *The board's...*, op. cit.

<sup>265</sup> Cf. Securities, Commodities & Futures Exchange – BM&FBOVESPA S.A., *State-owned enterprises governance programme*. São Paulo: Department of Regulation Affairs, 2015.

<sup>266</sup> E. Lie, *Context and contingency: explaining state ownership in Norway*, „Enterprise & Society”, 2016, 17(4).

W 2017 roku średni udział spółek państwowych w kapitalizacji giełd na całym świecie wynosił około 10%, zaś największy udział w kapitalizacji podmioty te osiągnęły na giełdach w Ameryce Łacińskiej (około 40%) oraz w Azji (około 20%). W przypadku Europy udział ten wynosił około 15%, w Afryce ponad 5%, natomiast w przypadku Ameryki Północnej był bliski 0%<sup>267</sup>.

Gur Amidanav i Elias Papaioannu przeprowadzili analizę dotyczącą struktury akcjonariatusz kontrolujących spółki giełdowe. Badanie objęło 85 krajów, rozwijających się i rozwiniętych, opierało się na danych z 2012 roku, obejmujących 26,8 tys. spółek. Akcjonariusza kontrolującego w spółkach giełdowych identyfikowano przy posiadaniu co najmniej 20% udziałów w prawach głosu. Wyniki analizy wykazały, że jedynie ok. 5% analizowanych spółek było kontrolowanych przez państwo. Największy udział spółek kontrolowanych przez państwo w ogólnej liczbie spółek występował na giełdach w Ugandzie (50%), w Katarze (46%), Zjednoczonych Emiratach Arabskich (38%) oraz w Wenezueli (36%). Duży ich udział był na giełdach w Słowenii (30%), Rosji (27%), Chinach (23%) i Czechach (23%). Natomiast ich udział w kapitalizacji rynkowej całej próby badawczej wyniósł blisko 14%<sup>268</sup>.

Raport OECD, zatytułowany „*The Size and Sectoral Distribution of State-Owned Enterprises*” zawiera analizę sektora przedsiębiorstw państwowych w 40 krajach na świecie. Jednym z elementów badania było określenie liczby i wartości kapitalizacji spółek giełdowych, w których państwa posiadały większościowe udziały, według stanu na koniec 2015 roku. Wyniki pokazały, że wśród 2 467 przedsiębiorstw państwowych, 154 z nich było notowanych na giełdzie o łącznej wartości ponad 1 000 mld USD, co stanowiło niemal połowę wartości ogółu przedsiębiorstw państwowych. Największą liczbę i łączną wartość miały spółki państwowe z Indii, Włoch oraz Brazylii.

Ważną częścią badania było także określenie branż funkcjonowania spółek giełdowych, w których państwa posiadały udziały właścicielskie. W tej analizie wyróżniono nie tylko podmioty z większościami udziałami państwa, ale także z udziałami mniejszościowymi. Wyniki pokazały, że za największą wartość rynkową spółek, w których rządy posiadały większościowe udziały właścicielskie, odpowiadały spółki z branży finansowej, elektrycznej i gazowej, a także sektorze wydobywczym. Natomiast w przypadku spółek z mniejszościowym udziałem państwa największą wartość rynkową miały spółki z branży telekomunikacyjnej, przemysłowej oraz finansowej<sup>269</sup>.

Badanie M. Bałtowskiego i G. Kwiatkowskiego kompleksowo analizuje obecność spółek

---

<sup>267</sup> P.H. Hsu, H. Liang, P.P. Matos, *Leviathan inc...*, op. cit.

<sup>268</sup> G. Aminadav, E. Papaioannou, *Corporate control around the world*, „The Journal of Finance”, 2020, 75(3).

<sup>269</sup> OECD 2017, *The size and sectoral distribution of state-owned enterprises*, OECD Publishing, s. 23-24.

kontrolowanych przez państwo na wielu giełdach papierów wartościowych i ukazuje ich obecność w aspekcie dynamicznym. Uwzględniono w nim spółki z 16 indeksów giełdowych, z których osiem pochodziło z krajów rozwiniętych oraz osiem z krajów rozwijających się. Okres badania obejmował lata 2009-2018, zaś przedmiotem badań były spółki podlegające kontroli korporacyjnej ze strony państwa bez względu na wielkość udziałów właścicielskich, które ekonomiści określili jako „*listed SOEs*”.

Wyniki analizy wykazały znaczne zróżnicowanie obecności *listed SOEs* w badanych indeksach giełdowych. W przypadku krajów rozwiniętych (Włochy, Austria, Francja, Japonia, Niemcy, Szwecja, Korea Południowa i Szwajcaria), największy udział tych spółek odnotowano we Włoszech. W indeksie FTSE MIB ich liczba wzrosła z 8 do 10 w analizowanym okresie, a udział w kapitalizacji nieznacznie wzrósł z 41% do 42%. Natomiast najmniejszy udział *listed SOEs* odnotowano w szwajcarskim indeksie SMI. Wynosił on w roku 2018 niewiele ponad 2%. Łączna liczba tych spółek w analizowanych krajach rozwiniętych zmniejszyła się na przestrzeni lat 2009-2018 z 33 do 28. Ponadto, spośród ośmiu zbadanych indeksów giełdowych, w siedmiu z nich zaobserwowano spadek udziału *listed SOEs* w kapitalizacji. Najbardziej znaczący spadek, wynoszący 79%, zanotowano w Szwecji. W przypadku rozkładu branżowego największą liczbę spółek kontrolowanych przez państwo zaobserwowano w sektorze energetycznym, usługach pocztowych i telekomunikacji oraz sektorze transportowym.

W krajach rozwijających się (Chiny, Polska, Arabia Saudyjska, Rosja, Brazylia, Egipt, Turcja, Indie), największy udział *listed SOEs* w kapitalizacji w 2018 roku odnotowano w chińskim indeksie CSI 300 (87%), oraz kolejno polskim WIG20 (71%) i saudyjskim TASI (69%), natomiast najmniejszy udział zanotowano w indeksie hinduskim NIFTY 50 (18%). W porównaniu do roku 2009 liczba *listed SOEs* w roku 2018 w analizowanych krajach wzrosła z 79 do 91 podmiotów. Mimo wzrostu ich liczby, udział tych spółek w kapitalizacji spadł w połowie z ośmiu analizowanych krajów. Największy spadek (o 45%) odnotowano w Indiach. Natomiast największy wzrost udziału *listed SOEs* miał miejsce w tureckim indeksie BIST-30, gdzie ich udział w kapitalizacji wzrósł niemal dwukrotnie, osiągając poziom 20%. Wyniki tego badania wskazują, że w krajach rozwijających się udział *listed SOEs* w wartości rynkowej spółek jest większy niż w krajach rozwiniętych. Co więcej, w krajach rozwijających się, w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych, liczba tych spółek w badanym okresie wzrosła. Jeśli chodzi o rozkład branżowy, w krajach rozwijających się najwięcej *listed SOEs* funkcjonowało w sektorze energetycznym, zaś nieco mniej w sektorze chemicznym. Stosunkowo dużo z nich funkcjonowało również w sektorze naftowym oraz gazowym, metalurgicznym oraz

transportowym<sup>270</sup>.

Wyniki raportu firmy inwestycyjnej *Acadian* ukazują znaczenie przedsiębiorstw państwowych w 12 gospodarkach rozwijających się. Jednym z elementów pracy była analiza spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo według stanu na koniec lipca 2017 roku. Jako spółki kontrolowane przez państwo klasyfikowano podmioty, w których rządy posiadały co najmniej 20% akcji. Wyniki pokazały, że największy udział w kapitalizacji spółki te posiadały na giełdzie węgierskiej (niemal 50%), a także na giełdach w Rumunii, Chinach oraz Kenii (około 45%). Nieco ponad 40% udziałów w kapitalizacji spółek kontrolowanych przez państwo miały na giełdach w Czechach, Polsce oraz Łotwie. Natomiast w Katarze, Omanie, Malezji, Rosji oraz Indonezji udział ten wynosił ponad 30%<sup>271</sup>.

Praca A. Mussachio oraz S.G. Lazzariniego zawiera analizę wielu aspektów państwa jako akcjonariusza w spółkach giełdowych. Jednym z elementów badania było określenie zakresu obecności spółek państwowych na giełdach papierów wartościowych w krajach grupy BRICS oraz kilku innych gospodarek rozwijających się według danych z 2009 roku. Jako podmiot państwowy klasyfikowano spółki, w których rząd posiadał więcej niż 10% udziałów właścicielskich. Wyniki pracy pokazały dość duże zróżnicowanie udziałów tych spółek w kapitalizacji giełd (70% w Chinach, 40% w Rosji, 34% w Brazylii czy 30% w Indonezji)<sup>272</sup>. Jest to kolejne badanie, które dowodzi, że w krajach rozwijających się udział spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest na stosunkowo wysokim poziomie.

W pracy autorstwa Richarda Carneya i współpracowników przedstawiono wyniki badań dotyczące zmian udziałów kapitałowych państwa w spółkach notowanych na giełdach w Japonii, Singapurze, Indonezji, Malezji, Filipinach, Tajwanie, Tajlandii oraz Hongkongu, w okresie od 1997 do 2012 roku. Wyniki wskazały, że liczba spółek, w których państwo posiadało udziały, wzrosła w badanym okresie, choć zaobserwowano znaczące zróżnicowanie wyników w zależności od analizowanego kraju. Najwięcej takich spółek było na giełdach w Singapurze oraz Malezji. Średni udział właścicielski państwa w spółkach utrzymywał się na zbliżonym poziomie, oscylując w okolicach 10%, a przez cały analizowany okres w zdecydowanej większości spółek państwa posiadały udziały bezpośrednie. Naukowcy zauważyli również znaczny wzrost aktywności państwowych funduszy majątkowych, które

---

<sup>270</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises...*, op. cit., s. 274-286.

<sup>271</sup> B.K. Wolahan, *State-owned enterprises—buyer beware?*, <https://www.acadian-asset.com/investment-insights/equities/state-owned-enterprises-buyer-beware> (dostęp: 24.05.2023).

<sup>272</sup> A. Musacchio, S.G. Lazzarini, *Reinventing...*, op. cit., s. 48-52.

odpowiedzialne były za 28% liczby transakcji zakupu akcji przez państwo<sup>273</sup>.

Marlena Gołębiowska analizowała obecność spółek kontrolowanych przez państwo w grupie giełd w Europie Środkowo-Wschodniej według danych z 2019 roku. Jako podmioty kontrolowane przez państwo, ekonomistka klasyfikowała spółki, w których rząd posiadał co najmniej 25% udziałów właścicielskich. Wyniki jej badań, podobnie do poprzednio zaprezentowanych analiz, wskazały na dość duże zróżnicowanie obecności takich spółek w indeksach giełdowych. Spółki kontrolowane przez państwo miały zdecydowanie największy udział w słoweńskim indeksie SBITOP (ponad 98%) oraz polskim WIG20 (ponad 67%). Natomiast najmniejszy udział w kapitalizacji podmioty te miały w chorwackim indeksie CROBEX (10,5%), zaś w dwóch indeksach (słowackim SAX oraz bułgarskim SOFIX) nie występowały w ogóle<sup>274</sup>.

#### 2.3.3.2. Badania dotyczące różnych grup spółek giełdowych

Odrębną grupę stanowią badania skupiające się na analizie obecności spółek z udziałami państwa wśród największych spółek giełdowych na świecie. W raporcie The Economist zawierającym analizę obecności spółek z udziałami państwa wśród 500 największych (według wartości rynkowej) spółek giełdowych na świecie w latach 2002-2013 uwzględniono podmioty, w których państwo posiadało co najmniej 20% udziałów. Wyniki pokazały, że w 2002 roku udział tego rodzaju podmiotów w całkowitej kapitalizacji 500 największych spółek na świecie wynosił około 8%. W kolejnych latach wartość ta wzrosła do 22% w 2007 roku, po czym w 2013 roku spadła do około 14%<sup>275</sup>.

Często cytowane badanie, przedstawiające udział spółek z udziałami państwa wśród największych spółek notowanych na światowych giełdach, prezentuje praca Przemysława Kowalskiego i współpracowników. Analiza dotyczyła spółek znajdujących się na liście Forbes Global 2000 w 2011 roku, w których rządy posiadały ponad 50% udziałów własnościowych. Wyniki pokazały, że spółki z większościowymi udziałami państwa, których zbiór liczył 204 pozycji, miały ponad 11% udziału w łącznej wartości rynkowej wszystkich analizowanych spółek. Spółki, w których organ państwa był akcjonariuszem większościowym, były obecne głównie w sektorach takich jak energetyka, wydobywanie i przetwórstwo paliw oraz transport. Przy czym w gospodarkach należących do OECD dominowały sektory usług publicznych,

---

<sup>273</sup> R.W. Carney, T.B. Child, W.M. Liu, P.T. Ngo, *The dynamism of partially state-owned enterprises in East Asia*, „Journal of Corporate Finance”, 2021, (68).

<sup>274</sup> M. Gołębiowska, *Spółki z udziałami własnościowymi państwa na giełdach papierów wartościowych – analiza porównawcza dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, [w:] *Różne oblicza transformacji w Polsce i na Świecie*, A. Rogoda, A. Skorupska, M. Wąsiński (red.), Warszawa 2021, Oficyna Wydawnicza SGH, s. 43-54.

<sup>275</sup> *State Capitalism in the dock*, „The Economist”, 2014.

natomiast w przypadku krajów BRICS przeważał sektor surowcowy i przemysł ciężki<sup>276</sup>.

Fundusz inwestycyjny *WisdomTree* przeprowadził szczegółową analizę struktury własności spółek wchodzących w skład indeksu MSCI Emerging Markets według danych na koniec lipca 2014 roku. Jako spółki kontrolowane przez państwo zostały zaklasyfikowane podmioty, w których rządy posiadały co najmniej 20% udziałów. Jej wyniki wykazały, że w indeksie MSCI Emerging Markets, którego wartość kapitalizacji przekraczała 5 bilionów USD, spośród 3 000 spółek zidentyfikowano 424 spółki kontrolowane przez państwo, czyli ponad 14%. Kapitalizacja tych spółek wyniosła 1,31 biliona dolarów, co odpowiadało 26% kapitalizacji wszystkich analizowanych podmiotów. Największy udział w kapitalizacji miały spółki z branży finansowej (36%), energetycznej (24%), oraz telekomunikacji (10%)<sup>277</sup>.

#### 2.3.3.3. Wnioski

Przedstawione powyżej wyniki badań dotyczących zarówno poszczególnych rynków akcji, jak i grup giełd papierów wartościowych pokazują, że udział spółek giełdowych z udziałami państwa na światowych giełdach był w ostatnich 15–20 latach dość zróżnicowany. Obecność takich spółek wzrosła na większości rynków w okresie kryzysu finansowego końca pierwszej dekady XXI wieku, w porównaniu do okresu sprzed tego kryzysu. Na wielu giełdach światowych odnotowano wówczas istotny wzrost udziału spółek państwowych w kapitalizacji rynkowej, który wynikał często z nacjonalizacji ratunkowych spółek, jak i spadku wartości kapitalizacji spółek kontrolowanych przez prywatnych akcjonariuszy. Jednakże w kolejnych latach zauważalny był spadek udziału spółek z udziałami państwa w kapitalizacji giełd. Należy jednak podkreślić, że dotychczasowe badania nie dostarczają pełnego i wiarygodnego obrazu obecności spółek z udziałem państwa na giełdach papierów wartościowych. Taka sytuacja wynika przede wszystkim z dwóch istotnych czynników.

Po pierwsze, istniejące analizy obejmowały różny zakres lat, a część z nich bazowała na danych sprzed kryzysu finansowego z lat 2008-2009, co oznacza, że wyniki badań mają jedynie historyczne znaczenie. Na przestrzeni ostatnich piętnastu lat, które minęły od końca kryzysu finansowego, gospodarka światowa uległa bardzo znacznym przeobrażeniom, również w kontekście polityki właścicielskiej państwa.

Po drugie, istniejące analizy bazowały na różnych założeniach badawczych, w szczególności na różnych definicjach spółek z udziałami państwa poddawanych badaniom. Zastosowanie

---

<sup>276</sup> P. Kowalski, M. Büge, M. Sztajerowska, M. Egeland, *State-owned enterprises: Trade effects and policy implications*, „OECD Trade Policy Papers”, Nr. 147, OECD Publishing 2013.

<sup>277</sup> J. Schwartz, T. Zimmerman, *Emerging markets and state-owned enterprises*, Wisdom Tree Research Market Insights, 2014.

różnych definicji przekłada się na znaczne różnice w wynikach badań, co w konsekwencji powoduje, że ich porównywanie staje się mało przydatne, tym bardziej że większość badań skupiała się na analizie tylko jednej lub kilku giełd. Brak jest w zasadzie badań przekrojowych, obejmujących dużą w skali globalnej liczbę krajów (giełd).

Reasumując, przedstawione prace dostarczają pewnych informacji dotyczących skali obecności na światowych giełdach spółek z udziałami właścicielskimi państwa. Jednak informacje te są z reguły zdezaktualizowane, a zastosowana metodologia jest niejednolita. Oznacza to, że istnieje luka badawcza, dotycząca zjawiska obecności SGKP w skali globalnej.

#### **2.3.4. Badania dotyczące lewarowania kontroli przez państwo**

Analiza zjawiska wykorzystywania mechanizmów lewarowania kontroli w spółkach giełdowych jest ważna, ponieważ wykorzystanie takich mechanizmów często decyduje o faktycznej kontroli korporacyjnej, szczególnie w sytuacji, gdy państwo jest jednym z akcjonariuszy. W niniejszej części pracy na początku zaprezentuję istniejące w literaturze badania dotyczące wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w spółkach z udziałami państwa, a następnie przybliżę prace skupiające się na analizie wykorzystania przez państwo tylko określonych mechanizmów lewarowania kontroli.

Niewiele jest badań, które poświęcone są analizie wykorzystania mechanizmów lewarowania przez państwowego akcjonariusza. Ponadto większość z nich koncentruje się na badaniu konkretnych krajów. Często cytowana praca Curtisa J. Milhaupta oraz Mariany Pargendler zawiera analizę obejmującą osiem krajów – Brazylię, Chiny, Francję, Japonię, Kolumbię, Norwegię, Singapur oraz Stany Zjednoczone w drugiej dekadzie XXI wieku. Wyniki badania pokazały, że tylko część z analizowanych państw wykorzystuje mechanizmy wzmacniania swojej kontroli w spółkach. W przypadku Francji lewarowanie kontroli odbywa się poprzez wykorzystanie ogólnie obowiązującego prawa, które przyznaje długoterminowym udziałowcom większą siłę głosów na WZA oraz poprzez specjalne zapisy w statutach spółek, które uprawniają rząd do powoływania, w zależności od wielkości posiadanych udziałów, pewnej liczby członków zarządu. Państwo brazylijskie wzmacnia kontrolę nad spółkami giełdowymi dzięki emisji akcji spółek o różnej sile głosów na WZA. Z kolei Chiny zwiększają kontrolę państwa dzięki formalnym uprawnieniom agencji SASAC i dużej nieformalnej roli Komunistycznej Partii Chin w zarządzaniu spółkami. W pozostałych krajach rządy nie zdecydowały się na wykorzystanie mechanizmów lewarowania kontroli, zaś rząd Stanów Zjednoczonych nawet celowo starał się zmniejszyć swoje uprawnienia jako akcjonariusza

spółek giełdowych<sup>278</sup>.

Opracowaniem analizującym wykorzystanie mechanizmów lewarowania kontroli w polskich spółkach z udziałem państwa jest praca M. Bałtowskiego, która zawiera analizę sześciu największych pod względem kapitalizacji rynkowej spółek skarbu państwa w 2015 roku. Wyniki badań wykazały, że polski rząd często korzystał ze statutowych ograniczeń dotyczących głosów akcjonariuszy mniejszościowych jako mechanizmu wzmacniania kontroli, czego przykładem mogą być ograniczenia głosów akcjonariuszy mniejszościowych w spółce PKN Orlen S.A. Na stopień kontroli korporacyjnej państwa pozytywnie wpływało również podejmowanie decyzji na WZA poprzez bezwzględną większość głosów, co w połączeniu z dużym rozproszeniem akcjonariatu powoduje, że państwo dysponuje znacznie większym zakresem kontroli korporacyjnej, niż wynikałoby to z posiadanych udziałów właścicielskich.

Często wykorzystywanym mechanizmem lewarowania kontroli były także szczególne uprawnienia rządu w zakresie wyboru członków rad nadzorczych. Autor wskazuje, że wykorzystanie tych uprawnień było szczególnie szerokie podczas zmiany partii rządzącej w Polsce pod koniec 2015 roku, kiedy dokonywano zmian personalnych w zarządach oraz radach nadzorczych analizowanych spółek. Sytuacja ta może być utożsamiana z wcześniej opisanym zjawiskiem pogoni za rentą<sup>279</sup>.

Badanie przeprowadzone przez Agatę Adamską na podstawie danych z 2011 roku pokazało, że spośród 17 spółek, w których państwo było największym akcjonariuszem, tylko w jednej z nich rząd nie stosował żadnego statutowego mechanizmu lewarowania kontroli. Często wykorzystywanym mechanizmem było ograniczenie wykonywania prawa głosu na WZA przez akcjonariuszy niebędących państwowym udziałowcem lub podmiotami od niego zależnymi. W przypadku spółek, w których państwo nie było największym akcjonariuszem, jedynie w połowie z nich stosowano takie mechanizmy, a nawet w tych spółkach, gdzie były one stosowane, nie wzmacniały istotnie roli państwa jako akcjonariusza. Kolejnym ważnym mechanizmem lewarowania kontroli przez rząd było oddziaływanie (preferencyjnie dla siebie) na skład zarządów i rad nadzorczych spółek<sup>280</sup>.

Ginka Borisova i in. analizowali wpływ obecności państwa jako akcjonariusza w częściowo sprywatyzowanych spółkach giełdowych pochodzących z 14 krajów Unii Europejskiej w latach 2003-2008. Jednym z elementów badania była analiza wpływu posiadanych przez państwo

---

<sup>278</sup> C.J. Milhaupt, M. Pargendler, *Governance challenges of listed state-owned enterprises around the world: national experiences and a framework for reform*, „Cornell International Law Journal”, 2017, 50(3).

<sup>279</sup> M. Bałtowski, *Wielej władzy niż własności...*, op. cit.

<sup>280</sup> A. Adamska, *Mechanizmy...*, op. cit.

złotych akcji na jakość zarządzania spółkami. Wyniki analizy wykazały, że państwo posiadało złote akcje w 18% spółek, a zastosowanie tego rodzaju mechanizmu wzmacniania kontroli wyraźnie negatywnie oddziaływało na jakość ładu korporacyjnego<sup>281</sup>. Należy jednak dodać, o czym wspominałem już w podrozdziale 2.2, że stosowanie złotych akcji w UE jest obecnie silnie ograniczone.

Przedstawione badania pokazują, że państwa w zróżnicowanej skali stosują mechanizmy lewarowania kontroli, niemniej jednak wydaje się, że zjawisko to częściej występuje w krajach rozwijających się, gdzie poziom rozwoju instytucjonalnego jest niższy. Kolejny wniosek z przedstawionych badań – choć już nieco poza obszarem niniejszej pracy – jest taki, że stosowanie mechanizmów lewarowania kontroli przez państwo negatywnie wpływa na system *corporate governance*, szczególnie w kontekście ochrony interesów inwestorów mniejszościowych, co utrudnia rozwój giełd papierów wartościowych.

## **2.4. Luka badawcza i problem badawczy pracy**

Przytoczone powyżej badania i ich wyniki dotyczące obecności spółek z udziałem państwa na światowych giełdach papierów wartościowych cechują się zasadniczymi różnicami metodologicznymi i definicyjnymi oraz ograniczonym zakresem krajów nimi objętych. Z reguły są także zdezaktualizowane. Z tego powodu nie dostarczają wyczerpującej odpowiedzi co do obecności i znaczenia spółek giełdowych z udziałami państwa na światowych giełdach w ostatnich latach oraz co do ich rozkładu branżowego. Podobna sytuacja występuje, gdy chodzi o kwestie mechanizmów i skali lewarowania kontroli w spółkach giełdowych przez państwo jako akcjonariusza,

Oznacza to istnienie w tym zakresie luki poznawczej, którą staram się wypełnić moimi własnymi badaniami. Zasadniczą i unikalną cechą tych badań, dotyczących dużej grupy największych giełd świata, jest oparcie ich na jednolitej metodologii i jednej definicji spółek kontrolowanych przez państwo. Tego rodzaju badania są szczególnie istotne ze względu na pojawiające się w ostatnich latach głębokie wstrząsy w gospodarce, takie jak kryzys finansowy z końca przełomu pierwszej dekady XXI wieku, pandemia COVID-19 czy konflikty zbrojne, podczas których rola państwa w gospodarce – generalnie – ulegała wzmocnieniu.

Problem badawczy niniejszej rozprawy, dotyczący skali obecności SGKP, a także ich znaczenia we współczesnej gospodarce (oraz w analizie retrospektywnej), można sprowadzić do następujących, szczegółowych pytań badawczych:

---

<sup>281</sup> G. Borisova, P. Brockman, J.M. Salas, A. Zagorchev, *Government...*, op. cit.

1. Jaki jest obecnie stan liczbowy SGKP (i różnych ich odmian) na najważniejszych światowych giełdach i grupach giełd oraz jak zmieniał się ten stan w okresie lat 2010-2022?
2. Jakie są obecnie udziały SGKP (i różnych ich odmian) w kapitalizacji najważniejszych światowych giełd i grup giełd oraz jak zmieniały się te udziały w okresie lat 2010-2022?
3. Czy, a jeśli tak, to w jakim stopniu, obecność SGKP na danej giełdzie papierów wartościowych związana jest z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy, poziomem rozwoju ładu instytucjonalnego kraju siedziby giełdy oraz poziomem rozwoju giełdy?
4. Czy rodzaj sprawowanej przez państwo kontroli nad SGKP (bezpośredni lub pośredni) jest związany z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy?
5. Jakie są czynniki determinujące wykorzystywanie mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP i jaka jest skala ich wykorzystywania?

Odpowiedzi na sformułowane powyżej pytania badawcze, a tym samym wypełnienie luk poznawczych, wydają się istotne, ponieważ mogą przyczynić się do poszerzenia istniejącej obecnie wiedzy ekonomicznej co najmniej w trzech obszarach. Po pierwsze, badanie pokaże skalę obecności i znaczenie SGKP na największych światowych giełdach papierów wartościowych, a także zmiany w tym obszarze w latach 2010–2022. Umożliwi przeprowadzenie w tym zakresie analizy porównawczej w różnych przekrojach. Po drugie, wyniki badań dostarczą wiedzy na temat zasad wykonywania przez państwo uprawnień właścicielskich wobec SGKP, w tym wykorzystywania mechanizmów lewarowania kontroli. Po trzecie, wyniki badań wniosą wkład do rozumienia współczesnej roli państwa w gospodarce, narzędzi polityki gospodarczej i szerzej – do funkcjonowania współczesnych systemów gospodarczych, w obszarze określanym jako *varieties of capitalism*, szczególnie w kontekście coraz powszechniejszego kapitalizmu państwowego. Uzupełnią one wiedzę dotyczącą zakresu obecności państwa (własności państwowej) w grupie największych i najważniejszych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych w różnych krajach.

## **2.5. Hipotezy badawcze**

W niniejszej pracy zostanie przeprowadzona próba weryfikacji następujących hipotez badawczych:

H1: W grupie największych giełd papierów wartościowych świata rozkład spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo (mierzony zarówno ich liczbą, jak i udziałem w kapitalizacji) jest głęboko zróżnicowany.

H2: W latach 2010-2022, po okresie kryzysu finansowego z lat 2008-2009, spadło znaczenie

SGKP (mierzone liczbą SGKP oraz ich udziałem w kapitalizacji zbiorów największych spółek) w grupie największych giełd papierów wartościowych.

H3.1: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju danej giełdy.

H3.2: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy.

H3.3: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju instytucjonalnego kraju siedziby giełdy.

H4: W giełdach mających siedzibę w krajach wysoko rozwiniętych najczęściej wykorzystywany jest pośredni rodzaj kontroli państwa nad spółkami, a w giełdach mających siedzibę w krajach niżej rozwiniętych – rodzaj bezpośredni.

H5: Mechanizmy lewarowania kontroli korporacyjnej w SGKP są częściej wykorzystywane w spółkach z mniejszościowymi niż z większościowymi udziałami państwa.

Aby zweryfikować przedstawione hipotezy, będę koncentrował się na zidentyfikowaniu, określeniu zakresu ilościowego oraz wieloaspektowej analizie charakterystycznego dla współczesnej gospodarki zjawiska obecności spółek kontrolowanych przez państwo na giełdach papierów wartościowych,

Oznacza to, że analiza SGKP będzie obejmowała dwa wymiary:

- a) ilościowy – określenie skali i zakresu obecności SGKP wśród największych spółek w dużej grupie najważniejszych światowych giełd papierów wartościowych,
- b) jakościowy – stwierdzenie uwarunkowań determinujących stan i zmiany udziałów SGKP na poszczególnych giełdach.

Pytanie badawcze dotyczące mechanizmów lewarowania kontroli ma charakter otwarty i nie wymaga potwierdzenia konkretnej hipotezy, dlatego odpowiedzi mają formę opisową. Przedstawiam w nich mechanizmy lewarowania kontroli najczęściej wykorzystywane w SGKP, z podziałem na grupy i podgrupy giełd. Opisuję także skalę współwystępowania tych mechanizmów. Uzyskane wyniki stanowią punkt wyjścia do dalszych analiz, które mogą objąć bardziej sformalizowane modele badawcze.

### **3. Ramy metodologiczne badań empirycznych**

#### **3.1. Założenia i ograniczenia badawcze**

##### **3.1.1. Dobór giełd papierów wartościowych objętych analizą**

Praca badawcza mająca na celu określenie i analizę obecności SGKP na światowych giełdach papierów wartościowych musi bazować na możliwie szerokich i aktualnych danych empirycznych. Zagadnieniu temu jest poświęcony rozdział 4 niniejszej rozprawy doktorskiej, natomiast w tym rozdziale przedstawię podstawy metodyczne przeprowadzonych badań.

Jak zostało przedstawione w poprzedniej części pracy, istniejące w literaturze badania wskazują na różnorodną skalę obecności spółek kontrolowanych przez państwo na giełdach, jednak co ważniejsze, z wielu przyczyn – głównie metodologicznych – nie dostarczają jednoznacznej odpowiedzi dotyczącej skali ich występowania. Badania te pokazują, że bardzo skomplikowany jest taki dobór giełd papierów wartościowych do analizy, który zapewniałby odpowiedni stopień reprezentatywności giełd na międzynarodowym poziomie i dawałby dobrą podstawę do formułowania wniosków o charakterze uniwersalnym.

Fakt ten, a z drugiej strony ograniczone zasoby czasowe oraz finansowe spowodowały, że badaniom empirycznym poddałem w niniejszej pracy 32 największe na świecie giełdy papierów wartościowych. Podstawowym kryterium doboru giełd był poziom całkowitej wartości ich kapitalizacji na koniec 2022 roku. Decyzja o objęciu analizą największych giełd była podyktowana ich dużym znaczeniem w gospodarce światowej oraz wpływem, jaki wywierają na pozostałe rynki kapitałowe. Dane dotyczące wartości kapitalizacji giełd podlegających badaniom zostały pozyskane z *The World Federation of Exchanges, Sustainable Stock Exchanges* (program UNCTAD) oraz z oficjalnych stron niektórych giełd.

Określenie wartości kapitalizacji giełdy papierów wartościowych w aspekcie porównywalności w skali globalnej nie zawsze jest proste i jednoznaczne. Wiele giełd (np. w Warszawie czy Pradze) prezentuje odrębne wartości kapitalizacji dla spółek zagranicznych, czyli tych, które mają siedzibę w innym kraju niż siedziba giełdy oraz odrębne dla spółek krajowych. W celu standaryzacji bazy danych dotyczących wartości kapitalizacji giełd wybranych do badań zbierałem informacje dotyczące kapitalizacji (łącznej wartości rynkowej) spółek krajowych na koniec danego roku.

Warunkiem doboru była oczywiście dostępność danych dotyczących wartości kapitalizacji krajowych spółek na poszczególnych giełdach notowanych w latach 2010-2022. Z uwagi na niekompletność lub brak wiarygodnych danych dotyczących niektórych dużych giełd, zostały

one zastąpione innymi giełdami, które zajmowały kolejne pozycje w rankingu. Z tego powodu zostały wykluczone: *Tehran Stock Exchange* (poz. 18), *Abu Dhabi Securities Exchange* (poz. 22), *Indonesia Stock Exchange* (poz. 27), *The Stock Exchange of Thailand* (poz. 28), *Bursa Malaysia* (poz. 32), *Brussels Stock Exchange* (poz. 33), *Iran Fara Bourse* (poz. 36), *Bolsa de Comercio de Santiago* (poz. 38), *Hochiminh Stock Exchange* (poz. 39), *Dubai Financial Market* (poz. 40), *Boursa Kuwait* (poz. 41) *Securities Exchange Taipei* (poz. 43), *Irish Stock Exchange* (poz. 44). Zostały one zastąpione przez *NASDAQ Copenhagen* (poz. 26), *Moscow Exchange* (poz. 29), *Bolsa Mexicana de Valores* (poz. 30), *Oslo Stock Exchange* (poz. 31), *Borsa Istanbul* (poz. 34), *Tel-Aviv Stock Exchange* (poz. 35), *Philippine Stock Exchange* (poz. 37), *Warsaw Stock Exchange* (poz. 42) oraz *Vienna Stock Exchange* (poz. 45). Ostatecznie do analizy zakwalifikowałem 32 giełdy papierów wartościowych<sup>282</sup>.

Oprócz zbioru największych światowych giełd, wynikającego z rankingu według kapitalizacji, dodatkowo analizą zostały objęte cztery mniejsze giełdy papierów wartościowych z postsocjalistycznych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Ich dobór również opierał się na kryteriach wartości kapitalizacji oraz dostępu do rzetelnych danych. W ten sposób do analizy zostały włączone *Prague Stock Exchange*, *Bursa de Valori Bucuresti*, *Budapest Stock Exchange*, *Bulgarian Stock Exchange*.

Tabela 3.1 zawiera listę giełd, które w dalszej części pracy zostały wykorzystane do analiz empirycznych. Łącznie badaniem obecności SGKP w okresie 2010-2022 wśród największych spółek giełdowych pod względem kapitalizacji objąłem 36 giełd papierów wartościowych z 32 państw. Z Chin pochodziły trzy giełdy<sup>283</sup>, a z USA dwie. Należy również wyjaśnić sytuację giełd w Indiach, gdzie funkcjonują dwie duże i ważne giełdy – *National Stock Exchange of India* (NSE) oraz *Bombay Stock Exchange* (BSE), które mają niemal taką samą wartość kapitalizacji. Analiza zestawień największych spółek notowanych na tych giełdach pokazała, że są to w zasadzie te same spółki. Z tego powodu do analizy została wybrana tylko jedna z giełd (NSE), która jest ujmowana w bazie *World Federation Exchange*.

Dane dla spółek notowanych na giełdach z tabeli 3.1 udało się pozyskać dla całego badanego okresu, tj. dla lat 2010, 2013, 2016, 2019 oraz 2022. Natomiast dla czterech ważnych giełd, wymienionych w tabeli 3.2, pozyskałem dane tylko dla 2022 roku. Ostatecznie więc dane dla całego badanego okresu (2010-2022) obejmują 36 giełd z 32 państw, a dla 2022 – 40 giełd z 36

---

<sup>282</sup> Analiza w aspekcie dynamicznym nie obejmuje pięciu giełd z ważnego w światowej gospodarce regionu, jakim jest Azja południowo-wschodnia. Giełdy te zostały uwzględnione w analizie dla 2022 roku, o czym wspominam w dalszej części punktu.

<sup>283</sup> Mimo, że Hongkong posiada pewien stopień autonomii, to zaliczam go do Chińskiej Republiki Ludowej.

państw.

**Tabela 3.1.** Giełdy papierów wartościowych wykorzystane do analizy empirycznej w latach 2010-2022 (według ich kapitalizacji rynkowej na koniec 2022 r.)

| Lp. | Kraj              | Nazwa                            | Siedziba     | Kapitalizacja (mld USD) |
|-----|-------------------|----------------------------------|--------------|-------------------------|
| 1.  | Stany Zjednoczone | <i>NYSE</i>                      | Nowy Jork    | 24 060                  |
| 2.  | Stany Zjednoczone | <i>NASDAQ</i>                    | Nowy Jork    | 16 238                  |
| 3.  | Chiny             | <i>Shanghai Stock Exchange</i>   | Szanghaj     | 6 725                   |
| 4.  | Japonia           | <i>Japan Exchange Group</i>      | Tokio        | 5 381                   |
| 5.  | Chiny             | <i>Shenzhen Stock Exchange</i>   | Szenzen      | 4 701                   |
| 6.  | Chiny             | <i>HKEX</i>                      | Hongkong     | 4 567                   |
| 7.  | Indie             | <i>NSE of India</i>              | Mumbaj       | 3 387                   |
| 8.  | Wielka Brytania   | <i>LSE Group</i>                 | Londyn       | 3 096                   |
| 9.  | Francja           | <i>Paris Euronext</i>            | Paryż        | 3 029                   |
| 10. | Kanada            | <i>TMX Group</i>                 | Toronto      | 2 745                   |
| 11. | Arabia Saud.      | <i>Tadawul</i>                   | Rijad        | 2 639                   |
| 12. | Niemcy            | <i>Deutsche Boerse AG</i>        | Frankfurt    | 1 900                   |
| 13. | Szwajcaria        | <i>SIX Swiss Exchange</i>        | Zurych       | 1 831                   |
| 14. | Australia         | <i>ASX Australian SE</i>         | Sydney       | 1 679                   |
| 15. | Korea Południowa  | <i>Korea Exchange</i>            | Seul         | 1 645                   |
| 16. | Tajwan            | <i>Taiwan Stock Exchange</i>     | Taipei       | 1 448                   |
| 17. | Niderlandy        | <i>Amsterdam Euronext</i>        | Amsterdam    | 1 362                   |
| 18. | Szwecja           | <i>NASDAQ Stockholm</i>          | Sztokholm    | 1 189                   |
| 19. | RPA               | <i>Johannesburg SE</i>           | Johannesburg | 1 171                   |
| 20. | Brazylia          | <i>B3 - Brasil Bolsa Balcão</i>  | São Paulo    | 794                     |
| 21. | Włochy            | <i>Borsa Italiana</i>            | Mediolan     | 672                     |
| 22. | Hiszpania         | <i>BME Spanish Exchanges</i>     | Madryt       | 666                     |
| 23. | Singapur          | <i>Singapore Exchange</i>        | Singapur     | 619                     |
| 24. | Dania             | <i>NASDAQ Copenhagen</i>         | Kopenhaga    | 614                     |
| 25. | Rosja             | <i>Moscow Exchange</i>           | Moskwa       | 530                     |
| 26. | Meksyk            | <i>Bolsa Mexicana</i>            | Mexico City  | 454                     |
| 27. | Norwegia          | <i>Oslo Stock Exchange</i>       | Oslo         | 401                     |
| 28. | Turcja            | <i>Borsa Istanbul</i>            | Stambuł      | 330                     |
| 29. | Izrael            | <i>Tel-Aviv Stock Exchange</i>   | Tel-Aviv     | 270                     |
| 30. | Filipiny          | <i>Philippine Stock Exchange</i> | Kuala Lumpur | 239                     |
| 31. | Polska            | <i>Warsaw Stock Exchange</i>     | Warszawa     | 148                     |
| 32. | Austria           | <i>Vienna Stock Exchange</i>     | Wiedeń       | 123                     |
| 33. | Rumunia           | <i>Bursa de Valori Bucuresti</i> | Bukareszt    | 29                      |
| 34. | Czechy            | <i>Prague Stock Exchange</i>     | Praga        | 29                      |
| 35. | Węgry             | <i>Budapest Stock Exchange</i>   | Budapeszt    | 23                      |
| 36. | Bułgaria          | <i>Bulgarian Stock Exchange</i>  | Sofia        | 6                       |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *World Federation Exchange*, [sseinitiative.org](http://sseinitiative.org) oraz danych z giełd papierów wartościowych.

**Tabela 3.2.** Dodatkowe giełdy papierów wartościowych wykorzystane do analizy empirycznej w roku 2022 (według ich kapitalizacji rynkowej na koniec 2022 r.)

| Lp. | Kraj      | Nazwa                                 | Siedziba       | Kapitalizacja (mld USD) |
|-----|-----------|---------------------------------------|----------------|-------------------------|
| 1.  | Indonezja | <i>Indonesia Stock Exchange</i>       | Jakarta        | 610                     |
| 2.  | Tajlandia | <i>The Stock Exchange of Thailand</i> | Bangkok        | 604                     |
| 3.  | Malezja   | <i>Bursa Malaysia</i>                 | Taguig, Manila | 381                     |
| 4.  | Wietnam   | <i>Hochiminh Stock Exchange</i>       | Hochiminh      | 170                     |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *World Federation Exchange* oraz danych z giełd papierów wartościowych.

### **3.1.2. Zasady doboru spółek do analizy**

#### **3.1.2.1. Sporządzenie list Top 20 największych spółek na badanych giełdach**

Wybór odpowiednich spółek do analizy jest ważny dla realizacji celu badawczego, ponieważ determinuje poziom wiarygodności oraz reprezentatywności wyników. W poniższej części pracy zostaną przedstawione zasady i procedura doboru spółek giełdowych poddawanych analizie w dalszej części pracy.

W pierwszym etapie dla każdej analizowanej giełdy wyodrębniłem 20 spółek o największej kapitalizacji rynkowej na koniec każdego roku objętego analizą (2010, 2013, 2016, 2019, 2022). Dalej określałem je jako listy Top 20. Analizę zawęziłem do 20 największych spółek na każdej giełdzie z dwóch głównych powodów. Po pierwsze, największe spółki giełdowe odgrywają kluczową rolę w funkcjonowaniu giełd. Mają one zasadniczy wpływ na indeksy giełdowe, które są wskaźnikami referencyjnymi dla innych rynków, w decydujący sposób zależy od nich poziom płynności rynku, posiadają największe znaczenie i największy wpływ na gospodarkę.

Po drugie, dane dotyczące największych spółek giełdowych są łatwiej dostępne i bardziej wiarygodne niż dane dla spółek mniejszych, mniej znaczących. Jest to istotne, ponieważ dalsza analiza indywidualna każdej spółki opiera się na informacjach dotyczących nie tylko wartości kapitalizacji, ale także wielkości udziałów posiadanych przez państwo i zasad ładu korporacyjnego.

Z powodu wyżej wymienionych argumentów wiele badań dotyczących obecności przedsiębiorstw państwowych (lub SGKP) w gospodarce opiera się na analizie największych podmiotów wyodrębnionych według określonego kryterium. Taka zasada była przyjęta np. w cytowanej wcześniej książce M. Bałtowskiego i G. Kwiatkowskiego dotyczącej przedsiębiorstw państwowych w gospodarce globalnej, a także w obszernych badaniach spółek giełdowych w Azji Południowo-Wschodniej czy niektórych opracowaniach OECD.

Źródła danych odnoszących się do wartości kapitalizacji spółek zostaną opisane w dalszej części rozdziału. Na tej podstawie dla każdej badanej giełdy i każdego analizowanego roku utworzyłem listy rankingowe największych notowanych spółek według wartości kapitalizacji. Dla każdego roku: 2010, 2013, 2016 i 2019 opracowałem listy Top 20 dla 36 giełd, natomiast dla roku 2022 powstało ich 40, co dało łącznie 184 listy Top 20.

Do analizy wybierałem tylko spółki określane jako „krajowe”. Wynikało to z trzech przyczyn. Po pierwsze, wybierając do analizy giełdy papierów wartościowych, kierowałem się ogólną kapitalizacją rynku tylko dla spółek krajowych. Po drugie, wiele giełd, od których

pozyskałem informację na temat wartości kapitalizacji spółek, określało podmioty, które mają siedzibę za granicą jako „zagraniczne” i nie podawało wartości ich kapitalizacji. Po trzecie, analiza tylko spółek krajowych lepiej obrazuje gospodarkę, w której ulokowana jest giełda.

#### 3.1.2.2. Procedura wyodrębnienia SGKP spośród spółek z list Top 20

Procedura wyodrębnienia SGKP spośród badanych zbiorów Top 20 spółek giełdowych dla każdej badanej giełdy i roku bazuje na wspomnianej i sprawdzonej metodzie zastosowanej wcześniej w pracy M. Bałtowskiego oraz G. Kwiatkowskiego. Istotą metody jest szczegółowa i indywidualna analiza każdej z 20 największych spółek na każdej giełdzie, pod względem potencjalnej kontroli spółki przez państwo. Proces ten, ze względu na swoją złożoność, jest wysoce czasochłonny.

Pierwszym krokiem analizy każdej spółki z Top 20 było określenie jej struktury własnościowej. W sytuacji, gdy państwo nie posiadało żadnych udziałów, zarówno bezpośrednich jak i pośrednich, spółka była kwalifikowana jako kontrolowana przez prywatnych akcjonariuszy. Podmioty tego rodzaju traktowałem jako prywatne i nie podlegały już dalszej analizie. Natomiast, gdy suma udziałów państwa w danej spółce wynosiła ponad 50%, od razu kwalifikowałem ją do zbioru SGKP.

Drugi krok obejmował analizę tych spółek, w których państwo posiadało udziały własnościowe, bezpośrednie lub pośrednie, ale mniejsze bądź równe 50%. Dla każdej takiej spółki badałem system ładu korporacyjnego, a także ogólnie obowiązujące zasady prawa korporacyjnego w danym kraju. W ten sposób stwierdzałem, czy państwo posiada dodatkowe uprawnienia wzmacniające jego wpływ na najważniejsze decyzje nadzorczo-kontrolne w danej spółce. Na tej podstawie określałem także rodzaj akcjonariusza (państwowy lub prywatny), który w największym stopniu sprawował kontrolę w spółkach, w których państwa posiadały mniejszościowe udziały. System ładu korporacyjnego był również badany dla spółek z większościowymi udziałami państwa, aby określić sposób realizowania kontroli korporacyjnej.

Gdy analiza pokazała, że państwo jest w stanie wywierać największy wpływ ze wszystkich akcjonariuszy na najważniejsze decyzje nadzorczo-kontrolne, wtedy określałem daną spółkę jako SGKP, po czym spółka ta podlegała dalszym badaniom, opisanym dalej. W innych przypadkach uznawałem spółkę jako kontrolowaną przez akcjonariuszy prywatnych. Ponadto wyodrębniałem podmioty, które były pośrednio lub bezpośrednio kontrolowane przez organ rządowy z innego kraju i określałem te podmioty jako „zagraniczne SGKP”.

Podsumowując, według powyżej opisanej procedury analizowałem kolejno każdą spółkę z każdej ze 184 list Top 20. Pozwoliło mi to na wyodrębnienie trzech grup spółek. Pierwsza grupa

– spółki prywatne, nie podlegała dalszej analizie. Druga grupa, czyli SGKP, podlegała dalszej analizie. Trzecią grupę stanowiły SGKP kontrolowane przez zagraniczne rządy. Analiza tych podmiotów została ograniczona do badania ich liczby i udziału w kapitalizacji na listach Top 20 oraz do określenia przynależności branżowej.

### **3.1.3. Przyjęte podziały SGKP**

Zbiór SGKP z list Top 20 został podzielony według pięciu kryteriów: wielkości udziałów posiadanych przez państwo, sposobu, rodzaju oraz stopnia kontroli korporacyjnej, a także podstawowej branży działalności. Ze względu na to, że podstawowym źródłem danych były dokumenty korporacyjne spółek giełdowych a dostęp do nich był z reguły ograniczony do ich najnowszych wersji (która najczęściej pochodziła z ostatnich dwóch-trzech lat) zdecydowałem się na dokonanie analizy sposobu i stopnia kontroli tylko dla 2022 roku.

**Podziału SGKP** według poziomu posiadanych przez państwo udziałów dokonałem na dwie grupy – wyróżniłem spółki z większościowym oraz mniejszościowym udziałem państwa. Jako SGKP z udziałami większościowymi państwa określałem podmioty, w których państwo w sposób bezpośredni lub/i pośredni posiada ponad 50% udziałów właścicielskich. Pozostałe SGKP traktowałem jako SGKP z udziałami mniejszościowymi państwa.

**Drugi podział** SGKP dotyczył sposobu sprawowanej kontroli. Zgodnie z zasadami przedstawionymi w p. 2.1.2. wyróżniłem dwa sposoby sprawowania kontroli – właścicielski oraz właścicielski-lewarowany. W sytuacji, gdy państwo kontrolowało spółkę wyłącznie dzięki prawom wynikającym z posiadanych akcji w danej spółce, wówczas przypisywałem właścicielski sposób kontroli. Natomiast w sytuacji, gdy państwo do kontroli wykorzystywało prawa wynikające z akcji oraz przynajmniej jeden mechanizm lewarowania kontroli (bez względu na stopień sprawowanej kontroli i wielkość posiadanych udziałów), przydzielałem wtedy sposób właścicielski-lewarowany.

**Trzeci podział** dotyczył rodzaju sprawowanej kontroli, którą dzieliłem na bezpośrednią oraz pośrednią. W sytuacji, gdy akcjonariuszem spółki giełdowej był organ państwa (np. rząd, ministerstwo lub specjalna agencja) wówczas kwalifikowałem kontrolę jako bezpośrednią. W przypadku, gdy państwo realizowało swoje uprawnienia właścicielskie pośrednio, czyli udziały w danej spółce były posiadane przez odrębny podmiot kontrolowany przez państwo, inne SGKP lub nienotowane na giełdach przedsiębiorstwa państwowe, a nie bezpośrednio przez organy państwa, kontrolę określałem jako pośrednią. Były również przypadki, gdy państwo posiadało w spółce udziały właścicielskie, poprzez które realizowało uprawnienia właścicielskie, a dodatkowo kolejnym akcjonariuszem lub akcjonariuszami były inne podmioty

kontrolowane przez państwo. W takich sytuacjach kwalifikowałem ten rodzaj kontroli jako bezpośredni/pośredni.

**Czwarty podział** SGKP dotyczył stopnia sprawowanej kontroli w spółce przez państwo. Jak zostało opisane w podrozdziale 2.1, poszczególne stopnie kontroli korporacyjnej nie zostały dotychczas zoperacjonalizowane, dlatego stosuję autorski podział na trzy stopnie:

- a) pełna kontrola korporacyjna,
- b) znacząca kontrola korporacyjna,
- c) częściowa kontrola korporacyjna.

Problemem w badaniu stopnia sprawowania kontroli korporacyjnej jest brak jednolitego wskaźnika do jego obiektywnej oceny. W rezultacie, podczas określania tej charakterystyki opierałem się na analizach dotyczących stopnia kontroli w spółkach (opisanych w punkcie 2.1.2.4), a w przypadkach, gdy w ramach SGKP stosowano mechanizmy wzmacniające kontrolę, opierałem się dodatkowo na subiektywnej ocenie ich wpływu na poziom kontroli sprawowanej przez państwo. Oznacza to, że stopień kontroli szacowałem na podstawie poziomu udziałów właścicielskich państwa (pośrednich oraz bezpośrednich), stosowanych mechanizmów lewarowania kontroli oraz rozproszenia akcjonariatu.

W sytuacji, gdy państwo posiadało łącznie większościowe udziały, kwalifikowałem spółkę jako w pełni kontrolowaną przez państwo. Bardziej złożona była sytuacja, gdy państwo posiadało mniejszościowe udziały właścicielskie. Przyjąłem założenie, że w sytuacji, gdy państwo posiadało ponad 25% udziałów w spółce, określałem kontrolę ze strony państwa jako znaczącą, natomiast w przypadku udziałów poniżej 25% stopień kontroli był określany jako częściowy. Minimalną dolną granicą, przy którym państwo posiadało kontrolę korporacyjną, przyjąłem jako 10%. Należy podkreślić, że te granice były zmienne, zależne od poziomu rozproszenia udziałów własnościowych.

Gdy państwo stosowało w spółce mechanizmy lewarowania kontroli, stopień kontroli określałem w zależności od zakresu i intensywności stosowania tych mechanizmów. Szczególną uwagę zwracałem na udział głosów państwa na WZA, możliwość powoływania członków organów statutowych spółek oraz na ograniczenia dla prywatnych akcjonariuszy. Dlatego każda spółka wymagała odrębnej analizy wyżej wymienionych elementów i na ich podstawie dokonywałem subiektywnej oceny stopnia sprawowanej kontroli przez państwo.

Oznacza to, że w sytuacji szerokiego wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli stopień pełny określałem również w sytuacjach, w których państwo posiadało mniejszościowe, lecz znaczące udziały w SGKP.

Stopień znaczący identyfikowałem w przypadkach, gdy państwo posiadało mniejszościowe,

lecz znaczące udziały, a mechanizmy wzmacniające kontrolę nie gwarantowały mu większości głosów na WZA ani nie umożliwiały wyboru większości członków organów statutowych spółek.

Z kolei stopień cząstkowy określałem w sytuacjach, w których państwo było największym akcjonariuszem, jednak posiadane udziały były relatywnie niskie (poniżej 20%), a kontrola była wzmacniana wyłącznie poprzez możliwość wpływania na wybrane decyzje spółki (np. państwo dysponowało prawem weta).

**W ostatnim podziale, branżowym,** spółki przypisywałem do następujących 10 branż:

a) energia b) ropa i gaz c) chemia d) poczta i telekomunikacja e) górnictwo i metalurgia f) transport g) maszyny i urządzenia h) handel i przemysł spożywczy i) finanse j) pozostałe.

Dokonując podziału na branże, opierałem się na klasyfikacjach zastosowanych w omawianych przeze mnie badaniach (w podrozdziale 2.3) dotyczących obecności spółek z udziałami państwa na giełdach. W badaniach tych stosowano różny poziom szczegółowości podziału branżowego. W niniejszej pracy wyodrębniłem mniej branż niż w innych badaniach, ograniczając ich liczbę do 10. Taki podział wynika ze strategicznego znaczenia wyodrębnionych branż dla gospodarki oraz pozwala uniknąć nadmiernej fragmentacji, zachowując równowagę między szczegółowością a klarownością analizy.

Ponieważ współczesne spółki giełdowe mają charakter konglomeratów i swoją działalność opierają nie na jednej, a wielu branżach, to do każdej spółki przypisywałem taką branżę, z której osiągnęła ona w 2022 roku największą wartość przychodów operacyjnych.

## **3.2. Dane źródłowe i ich weryfikacja**

### **3.2.1. Dane dotyczące kapitalizacji badanych spółek**

Podstawowym źródłem danych dotyczących kapitalizacji spółek były dokumenty źródłowe poszczególnych giełd podlegających analizie. Ważnym atutem tego rodzaju danych jest ich duża wiarygodność. Pozyskiwałem je z dokumentów udostępnianych na stronach internetowych poszczególnych giełd lub z otrzymanych dokumentów pochodzących z tych giełd. Otrzymywałem je poprzez kontakt mailowy z pracownikami giełd, którzy odpowiadali za udostępnianie dokumentów i danych. W większości przypadków dokumenty lub dane były udostępniane nieodpłatnie, jednak w kilku przypadkach (Malezja, Filipiny, Brazylia i Singapur) niezbędne było uiszczenie opłaty za ich pozyskanie.

Spśród 40 analizowanych giełd papierów wartościowych, dla 34 z nich pozyskanie danych dotyczących wartości kapitalizacji badanych spółek w całym analizowanym okresie było

możliwe na podstawie giełdowych dokumentów źródłowych<sup>284</sup>. Tego typu dane, pozyskane bezpośrednio od giełd papierów wartościowych traktowałem jako dane bazowe, o najwyższym poziomie wiarygodności, dlatego nie podlegały one weryfikacji.

W przypadku *Deutsche Börse AG* oraz *Mexican Stock Exchange* pozyskałem dane dotyczące składów najważniejszych indeksów giełdowych, które były uzupełniane informacjami z innych źródeł, natomiast dla trzech innych giełd (*Australian Securities Exchange*, *NYSE*, *NASDAQ*), a także danych za lata 2010-2016 dla rynku z Brazylii, nie udostępniono mi statystyk dotyczących notowanych spółek i wartości ich kapitalizacji rynkowej. Dlatego niezbędne było wykorzystanie innych źródeł danych. W pierwszej kolejności podjąłem próbę uzyskania brakujących informacji poprzez wykupienie dostępu do komercyjnych baz danych. W ten sposób udało mi się pozyskać dane dla dwóch giełd. Dane dotyczące lat 2010, 2013 i 2016 odnośnie do giełdy w Brazylii zostały pozyskane z bazy danych Economatica, natomiast dane spółek z *Australian Securities Exchange* uzyskałem z bazy danych SIRCA.

Alternatywnym, a w przypadku niektórych giełd komplementarnym rozwiązaniem było korzystanie z baz danych tworzonych przez instytucje, które kompilują listy rankingowe największych spółek na skalę światową. W pracy wykorzystałem informacje z trzech różnych rankingów. Z listy „Financial Times Global 500”, która zawiera dane dotyczące 500 spółek o największej kapitalizacji rynkowej na świecie. Z listy „Forbes Global 2000”, czyli rankingu 2000 spółek giełdowych z różnych części świata. Oraz z listy stworzonej przez firmę audytorską PwC. Za ich pośrednictwem uzyskałem informacje na temat spółek notowanych na giełdach *Mexican Stock Exchange*, *Deutsche Börse*, *NYSE* oraz *NASDAQ*. Jako źródło uzupełniające wykorzystałem rankingi spółek publikowane przez południowoamerykańskie czasopisma ekonomiczne, takie jak "Expansion" oraz "Exame".

W niektórych przypadkach wyżej opisane źródła danych nie zawierały informacji dotyczących wartości rynkowej spółek lub posiadały dane z okresów innych niż koniec analizowanego roku. Z tego powodu informacje dotyczące kapitalizacji były uzupełniane i pozyskiwane z dokumentów korporacyjnych spółek oraz z dostępnych baz danych internetowych, takich jak [companiesmarketcap.com](http://companiesmarketcap.com), [finbox.com](http://finbox.com), [marketscreener.com](http://marketscreener.com), [disfold.com](http://disfold.com), [statista.com](http://statista.com) oraz [ycharts.com](http://ycharts.com).

Dane, które nie pochodziły bezpośrednio z giełd papierów wartościowych, miały niższy stopień rzetelności, co wymagało ich weryfikacji. Weryfikacja polegała na sprawdzaniu informacji co najmniej w dwóch różnych wymienionych powyżej źródłach.

---

<sup>284</sup> Dane pochodzące bezpośrednio z giełdy z Brazylii otrzymałem tylko dla lat 2019 i 2022.

W przypadku, gdy podczas procedury weryfikacji danych dotyczących kapitalizacji pojawiła się rozbieżność między nimi, wówczas informacja była weryfikowana w dodatkowym źródle informacji, np. w serwisach poświęconych spółkom giełdowym. Były to jednak bardzo nieliczne przypadki.

### **3.2.2. Dane dotyczące struktury własnościowej i mechanizmów lewarowania kontroli**

Podstawowym źródłem danych dotyczących struktury własnościowej spółek giełdowych były ich dokumenty korporacyjne zamieszczane na stronach internetowych. Dane te miały najwyższy stopień wiarygodności, ponieważ publikacja aktualnych i wiarygodnych danych jest jednym z warunków dopuszczenia do publicznego obrotu akcji spółek giełdowych. Z tego względu nie podlegały one weryfikacji.

Jednak dokumenty korporacyjne, z różnych powodów, nie były zawsze dostępne dla wszystkich spółek. Powodowało to potrzebę dostępu również do innych źródeł danych, zawierających informacje na temat struktur własnościowych spółek, takich jak:

a) baza Orbis b) artykuły i doniesienia prasowe c) raporty instytucji dotyczące przedsiębiorstw państwowych w danym kraju d) publikacje naukowe e) pozostałe źródła internetowe (np. strona [marketscreener.com](http://marketscreener.com)).

Szczególnie istotnym źródłem danych dotyczących struktury własnościowej była komercyjna baza danych o przedsiębiorstwach Orbis, która zawiera dane na temat udziałów właścicielskich – bezpośrednich i pośrednich – wszystkich głównych akcjonariuszy każdej spółki (zwykle posiadających co najmniej 5% akcji). Są one również prezentowane retrospektywnie, chociaż pełna historia zmian własnościowych często nie jest dostępna, a informacje te nie zawsze są kompletne i jednoznaczne.

Wspomniane źródła danych cechowały się niższym stopniem wiarygodności, dlatego nie opierałem się na informacjach pochodzących z jednego źródła, lecz przeprowadzałem ich weryfikację poprzez analizę i porównanie danych z co najmniej dwóch spośród wymienionych źródeł.

Dla większości podmiotów rodzaj akcjonariusza sprawującego kontrolę (państwowy lub prywatny) był jednoznaczny, tj. wynikał wprost z pozyskanych informacji na temat struktury własnościowej. Występowały jednak także spółki o własności mieszanej z mniejszościowymi udziałami państwa (5%–50%), czasami nawet podzielone między różne podmioty państwowe i przedsiębiorstwa z pośrednią własnością państwa. Dlatego każda z tych spółek (duża część spółek pojawiała się ponownie w kolejnych latach, choć zdarzało się, że zmieniała się ich sytuacja własnościowa) została poddana indywidualnym badaniom.

Informacje na temat mechanizmów lewarowania kontroli pochodziły w pierwszej kolejności z dokumentów korporacyjnych spółek giełdowych (głównie statutów spółek oraz raportów dotyczących *corporate governance*). Analizie poddawałem „raporty roczne” i inne dokumenty poszczególnych spółek dotyczące kwestii kontroli korporacyjnej (powoływanie członków organów spółek, podział zysku, ustalanie planów spółek itp.).

Ze względu na to, że na stopień kontroli korporacyjnej państwa w spółkach giełdowych mogą również wpływać przepisy powszechnie obowiązującego prawa, dlatego niezbędna była także analiza wybranych aktów prawnych w poszczególnych państwach. Dodatkowym źródłem informacji były opracowania naukowe oraz artykuły prasowe na temat poszczególnych spółek. Informacje te również podlegały weryfikacji w innych źródłach.

### 3.2.3. Przygotowanie danych źródłowych

Dane pozyskiwane jako dokumenty elektroniczne z poszczególnych giełd papierów wartościowych nie miały jednolitej struktury. Bardzo często pliki zawierały dane dotyczące nie tylko spółek giełdowych, ale także wielu funduszy inwestycyjnych, tradycyjnych oraz inwestujących w nieruchomości (tzw. REIT-ów) oraz Amerykańskie Kwity Depozytowe (ADR). Dlatego niezbędna była ich identyfikacja, weryfikacja oraz ewentualne usunięcie zbędnych fragmentów z bazy danych.

Zjawisko nazywane *cross-listing*, polegające na notowaniu akcji danej spółki na więcej niż jednej giełdzie papierów wartościowych<sup>285</sup>, spowodowało konieczność usunięcia niektórych spółek z bazy danych w celu uniknięcia ich nadreprezentacji i „podwójnego liczenia”. Przykładem jest spółka *Nestlé S.A.*, która jest notowana zarówno na *Swiss SIX Swiss Exchange*, jak i na *Euronext Paris*. W tym przypadku, biorąc pod uwagę, że Szwajcaria jest krajem siedziby spółki, została ona usunięta z listy *Euronext Paris*.

Wśród spółek giełdowych obecne jest również zjawisko *dual-listing*, które charakteryzuje się tym, że niezależne spółki łączą swoją działalność, ale prowadzą odrębne notowania na różnych giełdach<sup>286</sup>. W takich przypadkach spółka giełdowa nie była wykreślana z listy, tylko uwzględniałem wartość kapitalizacji tych akcji, które były emitowane i notowane na danej giełdzie. Przykładem takiej formy notowania giełdowego jest spółka *Rio Tinto*, która składa się z *Rio Tinto PLC* (z siedzibą w Londynie, notowana na *LSE Exchange*) oraz *Rio Tinto Limited* (z siedzibą w Melbourne, notowana na *Australian SE*). W tej sytuacji na liście rankingowej *LSE Exchange* uwzględniana była wartość kapitalizacji akcji dla *Rio Tinto PLC*, natomiast na liście

---

<sup>285</sup> Znaczenie pojęcia *cross listing*, <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/cross-listing> (dostęp 01.07.2023).

<sup>286</sup> K. Van der Linde, *Aspects of the cross-listing of securities*, „SA Mercantile Law Journal”, 2009, 21(5).

rankingowej *Australian SE* wartość kapitalizacji *Rio Tinto Limited*<sup>287</sup>.

Szczególne sytuacja dotyczyła spółek, które były notowane na *Hongkong Stock Exchange* oraz na jednej z dwóch innych chińskich giełd zlokalizowanych w Shenzen lub Szanghaju. W takim przypadku, gdy na giełdzie w Hongkongu notowane były wyłącznie akcje serii H danej spółki, była ona wówczas usuwana z listy tej giełdy.

Wartość kapitalizacji rynkowej zarówno dla poszczególnych giełd, jak i spółek, często podawana była w lokalnej walucie, dlatego w ramach ujednolicenia bazy danych wartość ta była przeliczana na dolary amerykańskie, według kursu na ostatni dzień danego roku.

### **3.3. Prezentacja wyników badań**

#### **3.3.1. Wyniki badań dla poszczególnych giełd**

Ze względu na obszerność i powtarzalność danych szczegółowe wyniki badań dla poszczególnych giełd papierów wartościowych zawarte zostały w aneksie. Dane dla każdej giełdy papierów wartościowych składają się z zestawienia spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo, które zostały ujęte w rankingu największych 20 spółek na danej giełdzie w 2022 roku. Do każdej spółki przypisana została informacja dotycząca wartości kapitalizacji (w mld USD), branży, poziomu udziałów (bezpośrednich oraz pośrednich) właścicielskich państwa, sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej sprawowanej przez państwo.

Dla każdej z 36 giełd zawarłem tabele zawierające dane dot. SGKP dla lat 2010, 2013, 2016, 2019 oraz 2022. Dodatkowo dla czterech giełd zawarłem dane tylko dla 2022 roku. Tabele zawierają dane dotyczące liczby i udziału SGKP w kapitalizacji w podziale na poziom udziałów właścicielskich oraz rodzaj kontroli. W przypadku danych za 2022 rok dodatkowo uwzględniłem szczegółowe informacje na temat liczby SGKP i ich udziału w kapitalizacji w podziale na sposób oraz stopień kontroli.

Oprócz powyższych charakterystyk dla każdej giełdy zaprezentowałem także dane dotyczące udziału kapitalizacji zagranicznych SGKP w kapitalizacji grupy Top 20 każdej badanej giełdy.

#### **3.3.2. Wyniki zagregowane oraz porównawcze**

W podrozdziale 4.1 zaprezentowałem wyniki badań dotyczące analizy porównawczej obecności SGKP na różnych giełdach w roku 2022 przy uwzględnieniu podziału na grupy giełd, które opiszę w dalszej części punktu. Na początek dokonałem zestawienia liczby oraz wartości

---

<sup>287</sup> Rio Tinto, Annual Report 2022 <https://www.riotinto.com/-/media/content/documents/invest/reports/annual-reports/2022/rt-annual-report-2022.pdf> (dostęp: 17.08.2023).

kapitalizacji SGKP notowanych na analizowanych giełdach. Następnie przeanalizowałem procentowy udział łącznej kapitalizacji SGKP w kapitalizacji 20 największych spółek w podziale na grupy oraz podgrupy giełd. SGKP analizowałem również ze względu na wielkość udziałów państwa oraz zasady wykonywania uprawnień właścicielskich. Następnie dokładniej zaprezentowałem ich strukturę branżową. Kolejnym elementem analizy było zaprezentowanie obecności na poszczególnych giełdach i grupach giełd SGKP kontrolowanych przez zagraniczne rządy oraz przedstawienie najczęściej wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP.

W podrozdziale 4.2 zawierającym wyniki analizy porównawczej zmiany obecności SGKP na różnych giełdach oraz w grupach giełd w okresie lat 2010-2022, przyjęto analogiczną strukturę do podrozdziału 4.1. Oznaczało to rozpoczęcie rozważań od przedstawienia zmian w liczbie oraz wartości kapitalizacji SGKP notowanych na badanych giełdach w omawianym okresie. Następnie dokonałem analizy zmian procentowego udziału łącznej kapitalizacji SGKP w kapitalizacji 20 największych spółek na danej giełdzie (grupie giełd) oraz przeanalizowałem przyczyny zmian liczby SGKP. Punkt zakończyłem analizą zmian w ich strukturze branżowej oraz analizą zmian obecności zagranicznych SGKP.

Analiza stanu SGKP w roku 2022 przeprowadzona była dla grupy 40 giełd, składającej się z dwóch podgrup: 36 największych giełd na świecie (*world's largest stock exchanges* – WLSE) oraz 5 giełd krajów postsocjalistycznych (*post-communist stock exchanges* – PCE). Giełda w Warszawie jako jedyna była zaliczana do obu tych grup. Analiza zmian stanu SGKP w latach 2010-2022 prowadzona była dla grupy 36 giełd, podzielonej na dwie analogiczne, jak poprzednio podgrupy – 32 największych giełd na świecie oraz 5 giełd krajów postsocjalistycznych.

Podstawowy podział największych giełd (WLSE) na świecie został dokonany według poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego kraju, w którym znajduje się giełda. Wykorzystałem tu często stosowany w różnych analizach, wprowadzony przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, podział gospodarek świata na dwie grupy: gospodarki rynków rozwiniętych (*developed market economies* – DME) i gospodarki rynków wschodzących (*emerging market economies* – EME)<sup>288</sup>. Do grupy DME dla roku 2022 zaklasyfikowałem 21 giełd, natomiast do grupy EME 15 giełd. Zaś w przypadku badań 32 giełd wyróżniłem 21 giełd DME oraz 11 giełd EME.

Dodatkowym podziałem badanych giełd było ich rozróżnienie ze względu na poziom

---

<sup>288</sup> World Economic Outlook Database Groups and Aggregates Information <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2021/01/weodata/groups.html> (dostęp 09.11.2021).

demokracji państw, w których są one ulokowane. Poziom ten określałem na podstawie rankingu *Democracy Index 2022*, stworzonego przez *Economist Intelligence Unit*. Giełdy podzieliłem na trzy grupy. Jedną z nich to giełdy ulokowane w krajach o pełnej demokracji (FuD) (10-8 pkt), do których zaliczyłem 15 giełd we wszystkich analizowanych latach. Druga grupa to giełdy ulokowane w krajach o wadliwej demokracji (FwD) (8-6 pkt), do których zaliczyłem 13 giełd w 2022 roku, oraz 10 giełd w latach 2010-2019. Trzecia grupa to giełdy znajdujące się w krajach niedemokratycznych pozostałe reżimy (ORg) (6-0 pkt), do których zaliczyłem osiem giełd w 2022 roku oraz siedem giełd w latach 2010-2019. Zdecydowałem się na zastosowanie tych podziałów, ponieważ przegląd literatury pokazał, że zmienne dotyczące poziomu rozwoju gospodarczego oraz demokracji mogą mieć związek ze skalą obecności SGK na giełdzie<sup>289</sup>.

W podrozdziale 4.3 prezentuję wyniki analizy statystycznej oraz ekonometrycznej. W pierwszej kolejności analizę zróżnicowania obecności SGK na giełdach papierów wartościowych. Wykorzystałem miarą zróżnicowania był współczynnik zmienności uzupełniony podstawowymi statystykami opisowymi, takimi jak średnia, odchylenie standardowe, wartość minimalna i maksymalna.

Następnie omówiłem wyniki analizy zależności pomiędzy zasadami wykonywania uprawnień właścicielskich w SGK oraz poziomem udziału państwa a wybranymi charakterystykami krajów i giełd. W tej części analizy wykorzystałem współczynnik Phi oraz współczynnik V-Craméra, które umożliwiają ocenę siły i kierunku związku między analizowanymi zmiennymi.

W ostatniej części zaprezentowałem analizę obecności SGK w zależności od specyficznych charakterystyk badanych giełd oraz krajów, opartą na danych z 2022 roku. Celem tej analizy było zidentyfikowanie potencjalnych zależności między skalą obecności SGK na poszczególnych giełdach a zmiennymi dotyczącymi:

- a) rozwoju rynku kapitałowego,
- b) rozwoju społeczno-gospodarczego,
- c) poziomu rozwoju instytucjonalnego w kraju, w którym zlokalizowana jest giełda.

Aby zbadać potencjalne zależności, zastosowałem analizę korelacji Pearsona, korelacji rang Spearmana oraz analizę regresji.

---

<sup>289</sup> Prace te zostały przedstawione w rozdziale 2., np. A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova, *State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure...*, op. cit.; G. Aminadav, E. Papaioannou, *Corporate control...*, op. cit.; M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises...*, op. cit., s. 274-286.

## **4. Spółki kontrolowane przez państwo na światowych giełdach papierów wartościowych – wyniki badań empirycznych**

Rozdział ten składa się z trzech podrozdziałów. W pierwszym z nich prezentuję wyniki badań dotyczących obecności SGKP oraz zagranicznych SGKP w 2022 roku na najważniejszych giełdach świata, przedstawiam ich liczbę, udział w kapitalizacji, podział branżowy oraz analizę najczęściej wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli. W drugim podrozdziale w podobnym układzie prezentuję wyniki analizy dotyczącej zmiany obecności SGKP w latach 2010-2022. Trzeci podrozdział zawiera analizę zróżnicowania obecności SGKP na giełdach papierów wartościowych. Następnie omawiam wyniki analizy zależności pomiędzy zasadami wykonywania uprawnień właścicielskich w SGKP oraz poziomem udziału państwa a wybranymi charakterystykami krajów i giełd. Na końcu przedstawiam wyniki analizy obecności SGKP w zależności od specyficznych charakterystyk badanych giełd oraz krajów, opartej na danych z 2022 roku.

### **4.1. Stan SGKP na światowych giełdach w 2022 roku – analiza porównawcza**

#### **4.1.1. Liczba SGKP oraz wartość ich kapitalizacji w różnych grupach giełd**

##### **4.1.1.1. Podstawowe dane dla analizowanych grup giełd**

W 2022 roku w zbiorach 20 największych spółek (Top 20) z 36 największych światowych giełd, zawierających łącznie 720 spółek, stwierdziłem obecność 138 spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo, co stanowiło 19,2% wszystkich spółek. Spośród tych 138 SGKP państwa posiadały udziały większościowe w 82 z nich (59,4%), a mniejszościowe w 56 podmiotach (40,6%). W grupie giełd ulokowanych w krajach postsocjalistycznych pośród 100 analizowanych największych spółek znajdowało się 17 SGKP (17%), w tym 9 z większościowymi oraz 8 z mniejszościowymi udziałami państwa.

Tabela 4.1 zawiera szczegółowe dane na ten temat, także w podziale giełd na wyróżnione powyżej podgrupy<sup>290</sup>.

---

<sup>290</sup> Szczegóły na ten temat zostały przedstawione w rozdz. 3.1.

**Tabela 4.1** Liczba i udziały liczbowe SGKP w grupach i podgrupach badanych giełd, 2022

|                                   | WLSE    |                |      |                   |      |      | PCE  |
|-----------------------------------|---------|----------------|------|-------------------|------|------|------|
|                                   | Łącznie | Poziom rozwoju |      | Poziom demokracji |      |      |      |
|                                   |         | DME            | EME  | FuD               | FwD  | ORg  |      |
| Liczba analizowanych spółek       | 720     | 420            | 300  | 300               | 260  | 160  | 100  |
| Liczba SGKP w Top 20, w tym:      | 138     | 47             | 91   | 27                | 52   | 59   | 17   |
| SGKP większościowe                | 82      | 21             | 61   | 10                | 29   | 43   | 9    |
| SGKP mniejszościowe               | 56      | 26             | 30   | 17                | 23   | 16   | 8    |
| Udziały SGKP w Top 20 (%), w tym: | 19,2    | 11,2           | 30,3 | 9,0               | 20,0 | 36,9 | 17,0 |
| SGKP większościowe                | 11,4    | 5,0            | 20,3 | 3,3               | 11,2 | 26,9 | 9,0  |
| SGKP mniejszościowe               | 7,8     | 6,2            | 10,0 | 5,7               | 8,8  | 10,0 | 8,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Podział giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego kraju pokazuje, że znacznie więcej SGKP funkcjonowało w podgrupie EME, gdzie spośród 300 spółek, aż 30,3% z nich były kontrolowane przez państwo. W podgrupie DME udział w liczbie SGKP był niemal trzykrotnie mniejszy. Różnice w liczbie SGKP można także zauważyć w przypadku podziału giełd ze względu na poziom demokracji. Zdecydowanie najwięcej SGKP funkcjonowało na giełdach w krajach niedemokratycznych, gdzie stanowiły 36,9% spółek, zaś na giełdach w krajach o pełnej demokracji było to jedynie 9,0%.

Ważną różnicą, wymagającą podkreślenia, jest to, że na giełdach ulokowanych w krajach EME oraz w krajach autorytarnych dominowały SGKP z większościowymi udziałami państwa, natomiast w pozostałych podgrupach różnice między SGKP z większościowymi oraz mniejszościowymi udziałami państwa nie były znaczące. Prawdopodobnie wynika to z faktu, że na giełdach w krajach niedemokratycznych i słabiej rozwiniętych rozproszenie akcjonariuszy jest znacznie mniejsze niż na giełdach w krajach rozwiniętych, przez co rządy muszą utrzymywać większy poziom udziałów, aby w wystarczającym stopniu kontrolować spółkę. Innym wytłumaczeniem może być to, że rządy w słabiej rozwiniętych i niedemokratycznych gospodarkach preferują realizowanie większego stopnia kontroli w spółkach.

Następna tabela (4.2) zawiera dane w analogicznym układzie, ale dotyczące wartości i udziałów SGKP w kapitalizacji badanych grup i podgrup giełd. O ile poprzednia tabela pokazywała ilościowy stan i udział SGKP, to tabela 4.2 dotyczy – można powiedzieć – znaczenia SGKP na poszczególnych giełdach.

**Tabela 4.2** Wartość i udziały w kapitalizacji SGKP w grupach i podgrupach badanych giełd, 2022

|                                                       | WLSE     |                |         |                   |          |         | PCE   |
|-------------------------------------------------------|----------|----------------|---------|-------------------|----------|---------|-------|
|                                                       | Łącznie  | Poziom rozwoju |         | Poziom demokracji |          |         |       |
|                                                       |          | DME            | EME     | FuD               | FwD      | ORg     |       |
| Wartość kapitalizacji Top 20                          | 42 127,6 | 32 514,6       | 9 613,0 | 13 441,2          | 20 274,9 | 8 411,6 | 173,0 |
| Wartość kapitalizacji SGKP w Top 20 (mld USD), w tym: | 6 939,6  | 1 553,5        | 5 386,1 | 865,5             | 1 044,8  | 5 029,4 | 86,4  |
| SGKP większościowe                                    | 5 261,5  | 696,9          | 4 564,6 | 290,1             | 515,0    | 4 456,4 | 32,2  |
| SGKP mniejszościowe                                   | 1 678,1  | 856,6          | 821,5   | 575,3             | 529,7    | 573,0   | 54,2  |
| Udział kapitalizacji SGKP w Top 20 (%), w tym:        | 16,5     | 4,8            | 56,0    | 6,4               | 5,2      | 59,8    | 49,9  |
| SGKP większościowe                                    | 12,5     | 2,1            | 47,5    | 2,2               | 2,5      | 53,0    | 18,6  |
| SGKP mniejszościowe                                   | 4,0      | 2,6            | 8,5     | 4,3               | 2,6      | 6,8     | 31,3  |

Źródło: Opracowanie własne.

Uzyskane wyniki wskazują na zaskakującą, ponad 11-krotną różnicę w znaczeniu SGKP pomiędzy giełdami krajów rozwiniętych i rozwijających się oraz odpowiednio, między giełdami w krajach demokratycznych i niedemokratycznych. W krajach PCE udział SGKP w kapitalizacji giełd jest duży, zbliżony do krajów EME. W krajach EME zdecydowanie przeważającą część (niemal 85%) udziału SGKP w kapitalizacji tworzą spółki z większościami udziałami państwa, natomiast zarówno w krajach DME (44%), jak i w krajach PCE (37%) udział ten jest znacznie mniejszy. Niewielki stosunkowo udział SGKP z większościami udziałami państwa w krajach PCE wynika zapewne z faktu, że powstawały one z reguły w wyniku prywatyzacji przedsiębiorstw socjalistycznych i często rządy, sprzedając akcje, zachowywały sobie niewielki ich pakiet, który pozwalał utrzymać faktyczną kontrolę korporacyjną.

Różnice w obecności SGKP można zauważyć również w podziale giełd według poziomu demokracji kraju ulokowania. Na giełdach w krajach o pełnej lub wadliwej demokracji udziały SGKP w łącznej wartości kapitalizacji (odpowiednio 6,4% oraz 5,2%) były zdecydowanie mniejsze niż na giełdach w krajach niedemokratycznych (59,8%).

Trzeba jednak podkreślić, że spośród analizowanych 36 największych giełd na świecie w 2022 r. w 10 z nich w zbiorze Top 20 nie była notowana żadna SGKP. Było to pięć giełd z podgrupy giełd z krajów DME i FuD (*TMX Group, ASX Australian, Korea Exchange, Amsterdam Euronext, NASDAQ Stockholm*), trzy z podgrupy giełd z krajów DME i FwD (*NYSE, NASDAQ, Tel Aviv SE*), jedna z podgrupy giełd z krajów EME i FwD (*The Philippine SE*), oraz jedna giełda z grupy giełd z krajów EME i ORg (*Mexican SE*). W przypadku grupy giełd krajów PCE na jednej giełdzie (*Bulgarian SE*) brak było SGKP. Ta sytuacja może prowadzić do zakłócenia wyników badań, dlatego tabela 4.3 przedstawia udział SGKP w liczbie oraz kapitalizacji w zbiorze uwzględniającym tylko giełdy, na których zlokalizowałem SGKP.

**Tabela 4.3** Udziały liczbowe i udziały w kapitalizacji SGKP w grupach i podgrupach giełd wykazujących obecność SGKP, 2022

|                                          | WLSE     |                |         |                   |         |         | PCE   |
|------------------------------------------|----------|----------------|---------|-------------------|---------|---------|-------|
|                                          | Łącznie  | Poziom rozwoju |         | Poziom demokracji |         |         |       |
|                                          |          | DME            | EME     | FuD               | FwD     | ORg     |       |
| Wartość kapitalizacji Top 20             | 21 229,0 | 12 110,0       | 9 119,0 | 9 369,0           | 3 792,9 | 8 067,1 | 169,3 |
| Udziały liczbowe SGKP (%), w tym:        | 26,5     | 18,1           | 35,0    | 13,5              | 28,9    | 42,1    | 21,3  |
| SGKP większościowe                       | 15,8     | 8,1            | 23,5    | 5,0               | 16,1    | 30,7    | 11,3  |
| SGKP mniejszościowe                      | 10,8     | 10,0           | 11,5    | 8,5               | 12,8    | 11,4    | 10,0  |
| Udziały w kapitalizacji SGKP (%), w tym: | 32,7     | 12,8           | 59,1    | 9,2               | 27,5    | 62,3    | 51,0  |
| SGKP większościowe                       | 24,8     | 5,8            | 50,1    | 3,1               | 13,6    | 55,2    | 19,0  |
| SGKP mniejszościowe                      | 7,9      | 7,0            | 9,0     | 6,1               | 14,0    | 7,1     | 32,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Dane w tabeli 4.3 potwierdzają najważniejsze wnioski z danych zaprezentowanych w poprzednich tabelach. Niemniej pojawiły się także pewne rozbieżności, które wyjaśniam poniżej. W przypadku grupy WLSE udział SGKP okazał się większy o 7,3 p. proc., zaś udział w kapitalizacji aż o 16,2 p. proc. Jest to dość znaczna różnica. Szczególnie odpowiadały za to giełdy ulokowane w krajach DME, w której w porównaniu do poprzednich tabel, SGKP miały większy udział w liczbie o 6,9 p. proc., zaś w kapitalizacji o 8 p. proc. Taka duża różnica wynikała z tego, że z 10 giełd, na których nie było notowanych SGKP, aż 8 było ulokowanych właśnie w tych krajach. Szczególnie duży wpływ na mniejszy udział w kapitalizacji SGKP miały giełdy *NYSE* oraz *NASDAQ*, które łącznie odpowiadały za niemal 40% wartości rynkowej spółek należących do grupy WLSE.

Podobnie jest w przypadku podziału giełd ze względu na poziom demokracji kraju ulokowania giełdy, ponieważ największa różnica między danymi w tabelach jest w podgrupie wadliwych demokracji, gdzie SGKP mają większy udział w liczbie o 8,9 p. proc., zaś w kapitalizacji aż o 22,3 p. proc. Na giełdach w pozostałych podgrupach różnice są znacznie mniejsze, nieprzekraczające 5 p. proc.

#### 4.1.1.2. Podział SGKP według sposobu, rodzaju oraz stopnia kontroli państwa

Tabela 4.4 przedstawia udział w liczbie SGKP, natomiast tabela 4.5 udział w ogólnej wartości kapitalizacji SGKP w podziale według sposobu, rodzaju oraz stopnia kontroli sprawowanej przez państwo.

**Tabela 4.4** Podział SGKP według sposobu, rodzaju i stopnia kontroli państwa, 2022

|                       |                          | WLSE    |                |      |                   |      | PCE  |      |
|-----------------------|--------------------------|---------|----------------|------|-------------------|------|------|------|
|                       |                          | Łącznie | Poziom rozwoju |      | Poziom demokracji |      |      |      |
|                       |                          |         | DME            | EME  | FuD               | FwD  |      | ORg  |
| Liczba SGKP w Top 20: |                          | 138     | 47             | 91   | 27                | 52   | 59   | 17   |
| Sposób<br>(w %)       | Właścicielski            | 45,7    | 66,0           | 35,2 | 74,1              | 46,2 | 32,2 | 47,1 |
|                       | Właścicielski-lewarowany | 54,3    | 34,0           | 64,8 | 25,9              | 53,8 | 67,8 | 52,9 |
| Rodzaj<br>(w %)       | Bezpośredni              | 37,7    | 40,4           | 36,3 | 55,6              | 34,6 | 32,2 | 64,7 |
|                       | Pośredni                 | 47,8    | 42,6           | 50,5 | 22,2              | 50,0 | 57,6 | 23,5 |
|                       | Bezpośredni/pośredni     | 14,5    | 17,0           | 13,2 | 22,2              | 15,4 | 10,2 | 11,8 |
| Stopień<br>(w %)      | Pełny                    | 71,7    | 51,1           | 82,4 | 37,0              | 71,2 | 88,1 | 76,5 |
|                       | Znaczący                 | 19,6    | 31,9           | 13,2 | 44,5              | 19,2 | 8,5  | 23,5 |
|                       | Cząstkowy                | 8,7     | 17,0           | 4,4  | 18,5              | 9,6  | 3,4  | -    |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.5.** Wartość (mld USD) i udział w kapitalizacji SGKP w podziale według sposobu, rodzaju i stopnia kontroli, 2022

|                               |                          | WLSE    |                |         |                   |        |         | PCE  |
|-------------------------------|--------------------------|---------|----------------|---------|-------------------|--------|---------|------|
|                               |                          | Łącznie | Poziom rozwoju |         | Poziom demokracji |        |         |      |
|                               |                          |         | DME            | EME     | FuD               | FwD    | ORg     |      |
| Wartość SGKP w Top 20, w tym: |                          | 6 939,6 | 1 553,5        | 5 386,1 | 865,5             | 1044,7 | 5 023,4 | 86,4 |
| Sposób<br>(w %)               | Właścicielski            | 24,3    | 65,0           | 12,6    | 67,1              | 32,9   | 15,2    | 37,9 |
|                               | Właścicielski-lewarowany | 75,7    | 35,0           | 87,4    | 32,9              | 67,1   | 84,8    | 62,1 |
| Rodzaj<br>(w %)               | Bezpośredni              | 18,8    | 45,7           | 11,1    | 61,1              | 37,1   | 7,8     | 76,4 |
|                               | Pośredni                 | 41,2    | 41,9           | 41,0    | 24,0              | 39,0   | 44,6    | 12,9 |
|                               | Bezpośredni/pośredni     | 40,0    | 12,4           | 47,9    | 14,9              | 24,0   | 47,6    | 10,7 |
| Stopień<br>(w %)              | Pełny                    | 84,7    | 52,7           | 93,9    | 33,5              | 72,5   | 96,0    | 81,8 |
|                               | Znaczący                 | 9,9     | 30,5           | 3,9     | 44,8              | 16,5   | 2,5     | 18,2 |
|                               | Cząstkowy                | 5,4     | 16,8           | 2,2     | 21,7              | 11,0   | 1,5     | -    |

Źródło: Opracowanie własne.

Pierwszą z analizowanych charakterystyk był sposób kontroli państwa w SGKP. Na giełdach w grupie WLSE oraz PCE za ponad połowę udziału w liczbie i wartości kapitalizacji odpowiadał sposób właścicielski-lewarowany, co oznacza, że w większości SGKP państwo wykorzystywało nie tylko uprawnienia kontrolne wynikające z akcji, ale także dodatkowo mechanizmy lewarowania kontroli.

Pewne różnice w sposobie kontroli SGKP można zauważyć w przypadku podziału giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego kraju jej ulokowania. Na giełdach w krajach DME wyraźnie przeważał, zarówno pod względem ilościowym (66,0%), jak i wartościowym (65,0%), sposób właścicielski, który oznacza wykorzystywanie do kontrolowania spółki wyłącznie praw wynikających z akcji. Sposób właścicielski-lewarowany występował znacznie rzadziej. Natomiast na giełdach w krajach EME dominowały SGKP kontrolowane w sposób właścicielski-lewarowany. Podobnie było w przypadku podziału giełd ze względu na poziom demokracji. W krajach demokratycznych sposób właścicielski odpowiadał za 74,1% liczby i 67,1% wartości kapitalizacji. Natomiast w krajach niedemokratycznych znacznie przeważały SGKP kontrolowane w sposób właścicielski-lewarowany. Można zatem podsumować, że

niższy poziom demokracji sprzyja wykorzystaniu mechanizmów lewarowania kontroli.

Zaobserwowane różnice mogą być spowodowane poziomem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Na giełdach w krajach rozwijających się oraz ze słabszymi instytucjami demokratycznymi ochrona akcjonariuszy mniejszościowych i system *corporate governance* z reguły są na niższym poziomie niż w krajach demokratycznych i rozwiniętych, na co wskazują Vishaala Baulkaran oraz Nathaniel Lupton<sup>291</sup>. W konsekwencji przekłada się to na większą możliwość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli przez państwo w tych krajach.

Kolejną analizowaną charakterystyką był rodzaj kontroli państwa. Liczba SGKP, które rządy kontrolowały pośrednio, była największa. Kontrola bezpośrednia była nieco rzadziej wykorzystywana. Łącznie odpowiadały za 85,5% wszystkich SGKP w grupie WLSE.

Jedynie 14,5% SGKP było kontrolowane zarówno w sposób bezpośredni, jak i pośredni. Warto jednak podkreślić, że mimo małej liczby SGKP kontrolowanych jednocześnie bezpośrednio i pośrednio przez państwo, ich udział w kapitalizacji był niemal trzykrotnie większy, co oznacza, że SGKP kontrolowane jednocześnie w sposób pośredni i bezpośredni mają stosunkowo dużą wartość kapitalizacji. Nieco inna jest sytuacja w krajach postsocjalistycznych, gdzie jednocześnie za ponad połowę udziału w liczbie i wartości kapitalizacji odpowiadały SGKP kontrolowane w sposób bezpośredni.

Również w przypadku podziału giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego można zaobserwować pewne różnice. Mianowicie w podgrupie DME zarówno największy udział w liczbie, jak w kapitalizacji, miały SGKP kontrolowane bezpośrednio lub pośrednio. Natomiast w podgrupie EME podmioty kontrolowane jednocześnie bezpośrednio i pośrednio przez państwo, mimo że odpowiadały za 13,2% liczby SGKP, to miały ponad 40% udziału w kapitalizacji na tych giełdach. Podobne dysproporcje można zauważyć w przypadku podziału na poziom demokracji kraju ulokowania giełdy. W podgrupie giełd ulokowanych w krajach niedemokratycznych, mimo że liczba SGKP kontrolowana jednocześnie bezpośrednio i pośrednio była niska, to podmioty te miały bardzo wysoki udział w wartości kapitalizacji SGKP. Opisane powyżej wyniki w podgrupach EME oraz systemach niedemokratycznych mogą być zniekształcone z uwagi na znaczącą wartość kapitalizacji spółki *Saudi Aramco*. Jest to spółka, w której rząd Arabii Saudyjskiej posiada udziały bezpośrednio, a także pośrednio przez jeden z saudyjskich funduszy majątkowych (*Public Investment Fund*).

Na tej podstawie trudno wskazać, czy rodzaj kontroli zależy od poziomu rozwoju gospodarczego, czy też poziomu demokracji kraju ulokowania giełdy. Najprawdopodobniej

---

<sup>291</sup> V. Baulkaran, N.C. Lupton, *US FDI and shareholder rights protection in developed and developing economies*, „Multinational Finance Journal”, 2020, 24(3/4).

wynika on z przyjętego modelu sprawowania funkcji właścicielskiej przez państwo w danym kraju, jednak pogłębiona analiza tego zagadnienia wykracza poza obszar badań niniejszej rozprawy doktorskiej.

Ostatnią analizowaną charakterystyką był stopień sprawowanej kontroli. Niemal we wszystkich analizowanych grupach i podgrupach giełd większość SGKP była w pełni kontrolowana przez państwo. Szczególnie w krajach EME zdecydowanie przeważają SGKP kontrolowane w stopniu pełnym, zarówno jeśli chodzi o udział w liczbie (82,4%), jak i wartości kapitalizacji (93,9%). Na giełdach w krajach DME pełny stopień kontroli odpowiadał zaś za około połowę liczby i wartości SGKP. Tylko w podgrupie giełd ulokowanych w krajach o pełnej demokracji dominowały SGKP kontrolowane w stopniu znaczącym lub cząstkowym. Jest to związane z tym, że rządy w SGKP notowanych na tych giełdach częściej utrzymują mniejszościowe udziały oraz znacznie rzadziej wykorzystują mechanizmy lewarowania kontroli.

Tabela 4.6 przedstawia podział SGKP według poziomu udziałów państwa, w zależności od sposobu, rodzaju oraz stopnia kontroli sprawowanej przez państwo. Wyniki pokazują, że sposób właścicielski-lewarowany był nieco częściej wykorzystywany w SGKP, w których państwa posiadały większościowe udziały niż udziały mniejszościowe. Jest to dość zaskakujący wynik, ponieważ państwa posiadając większościowe udziały są w stanie sprawować pełną kontrolę nad spółką, a mimo to i tak wzmacniają w nich swoją kontrolę. Możliwe wytłumaczenie tej sytuacji może być takie, że rządy chcą zapewnić sobie w ten sposób kontrolę nad tymi spółkami w przypadku ewentualnego zmniejszenia wielkości udziałów w przyszłości. Należy również podkreślić, że niemal w co czwartej SGKP, w której rządy posiadały mniejszościowe udziały, na tyle wzmacniały one swoją kontrolę, że mogły w pełni kontrolować spółki.

**Tabela 4.6.** Sposób, rodzaj i stopień kontroli a poziom udziałów państwa w SGKP (grupa WLSE), 2022

| Liczba SGKP w Top 20, w tym: |                          | Poziom udziałów państwa |                |
|------------------------------|--------------------------|-------------------------|----------------|
|                              |                          | Większościowe           | Mniejszościowe |
| Sposób kontroli              | Właścicielski            | 34                      | 29             |
|                              | Właścicielski-lewarowany | 48                      | 27             |
| Rodzaj kontroli              | Bezpośredni              | 30                      | 22             |
|                              | Pośredni                 | 41                      | 25             |
|                              | Bezpośredni/pośredni     | 11                      | 9              |
| Stopień kontroli             | Pełny                    | 82                      | 17             |
|                              | Znaczący                 | 0                       | 27             |
|                              | Cząstkowy                | 0                       | 12             |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4.1.1.3. Giełdy o największej i najmniejszej liczbie SGKP oraz wartości ich kapitalizacji

Jak wspomniałem wcześniej, spośród analizowanych 36 największych giełd świata, w roku 2022 w zbiorach Top 20 spółek SGKP występowały na 26 giełdach. W tabeli 4.7 przedstawione zostały liczba i udział SGKP w kapitalizacji, zaś tabela 4.8 zawiera analogiczne dane dla 5 giełd z krajów PCE.

W grupie WLSE na trzech giełdach SGKP stanowią co najmniej połowę zbioru Top 20. Co warto podkreślić, wszystkie te giełdy ulokowane są w krajach EME. Natomiast na sześciu giełdach z tej grupy SGKP odpowiadają przynajmniej za połowę wartości kapitalizacji zbioru Top 20. W tym przypadku cztery z nich ulokowane są w krajach EME, a dwie w krajach DME. Natomiast wśród krajów o najmniejszej liczbie i udziale SGKP w kapitalizacji w zbiorze Top 20 zdecydowanie dominują giełdy ulokowane w krajach DME. Wyniki te potwierdzają wcześniejsze zbiorcze wyniki analizy, że największe znaczenie SGKP mają na giełdach w krajach EME.

**Tabela 4.7.** Liczba SGKP i udział w kapitalizacji (%) w zbiorach Top 20 dla badanych giełd z grupy WLSE, 2022

| Lp. | Giełda                | Kraj      | Licz. SGKP | Udz. w kapital. |
|-----|-----------------------|-----------|------------|-----------------|
| 1   | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny     | 17         | 89,4            |
| 2   | <i>Tadawul</i>        | Arabia S. | 11         | 92,2            |
| 3   | <i>Bursa Malaysia</i> | Malezja   | 10         | 55,9            |
| 4   | <i>Singapore SE</i>   | Singapur  | 9          | 50,0            |
| 5   | <i>SE of Thailand</i> | Tajlandia | 7          | 41,5            |
| 6   | <i>Ho Chi Minh SE</i> | Wietnam   | 7          | 47,0            |
| 7   | <i>Warsaw SE</i>      | Polska    | 7          | 53,2            |
| 8   | <i>Shenzhen SE</i>    | Chiny     | 6          | 30,8            |
| 9   | <i>Borsa Istanbul</i> | Turcja    | 6          | 27,3            |
| 10  | <i>HKEX</i>           | Hongkong  | 6          | 19,3            |
| 11  | <i>MOEX</i>           | Rosja     | 6          | 46,8            |
| 12  | <i>Oslo SE</i>        | Norwegia  | 6          | 65,8            |
| 13  | <i>Taiwan SE</i>      | Tajwan    | 5          | 10,8            |

| Lp. | Giełda                   | Kraj      | Licz. SGKP | Udz. w kapital. |
|-----|--------------------------|-----------|------------|-----------------|
| 14  | <i>Borsa Italiana</i>    | Włochy    | 5          | 33,4            |
| 15  | <i>B3</i>                | Brazylia  | 5          | 40,4            |
| 16  | <i>Paris Euronext</i>    | Francja   | 4          | 11,6            |
| 17  | <i>Vienna SE</i>         | Austria   | 4          | 35,7            |
| 18  | <i>Indonesia SE</i>      | Indonezja | 4          | 33,3            |
| 19  | <i>Johannesburg SE</i>   | RPA       | 3          | 10,7            |
| 20  | <i>Deutsche Boerse</i>   | Niemcy    | 2          | 12,5            |
| 21  | <i>NSE of India</i>      | Indie     | 2          | 8,9             |
| 22  | <i>Bolsa de Madrid</i>   | Hiszpania | 2          | 5,5             |
| 23  | <i>LSE Group</i>         | W. Bryt.  | 1          | 1,3             |
| 24  | <i>Japan Exchange</i>    | Japonia   | 1          | 5,0             |
| 25  | <i>NASDAQ Copenh.</i>    | Dania     | 1          | 7,0             |
| 26  | <i>SIX Swiss Exchan.</i> | Szwajc.   | 1          | 2,0             |

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku krajów PCE liczba SGKP była dość zróżnicowana. SGKP występowały na czterech z nich, natomiast na żadnej SGKP nie stanowią więcej niż połowy liczby spółek zbioru Top 20. Mimo to na trzech giełdach (*Warsaw SE*, *Budapest SE* oraz *Prague SE*) odpowiadają za ponad połowę wartości kapitalizacji zbioru Top 20. Na tej podstawie można wnioskować, że SGKP na tych giełdach są jednymi z największych, a często największymi spółkami i uważane są za tzw. narodowe czempiony. Warto zwrócić uwagę na giełdę w Pradze, gdzie notowana była tylko jedna SGKP, a mimo to odpowiada ona za 63,8% wartości kapitalizacji Top 20 (jest to kontrolowany przez państwo koncern energetyczny *CEZ*).

**Tabela 4.8.** Liczba i udział w kapitalizacji SGKP w zbiorach Top 20 dla badanych giełd z grupy PCE, 2022

| Giełda                       | Liczba SGKP | Udz. w kapital. (%) |
|------------------------------|-------------|---------------------|
| <i>Warsaw SE</i>             | 7           | 53,2                |
| <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 5           | 28,7                |
| <i>Budapest SE</i>           | 4           | 52,2                |
| <i>Prague SE</i>             | 1           | 63,8                |
| <i>Bulgarian SE</i>          | -           | -                   |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 4.9 zawiera dane dotyczące największej (lewa strona) oraz najmniejszej (prawa strona) łącznej wartości SGKP na badanych giełdach w 2022 roku, które znalazły się w zbiorach Top 20 w grupie WLSE, zaś tabela 4.10 analogiczne dane dla grupy PCE.

**Tabela 4.9.** Giełdy o największej (lewa strona) oraz najmniejszej (prawa strona) łącznej wartości kapitalizacji SGKP (w mld USD) w zbiorach Top 20 w grupie WLSE, 2022

| Lp. | Giełda                | Kraj      | Kapitaliz. |
|-----|-----------------------|-----------|------------|
| 1   | <i>Tadawul</i>        | Arabia S. | 2 230,7    |
| 2   | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny     | 1 842,7    |
| 3   | <i>HKEX</i>           | Hongkong  | 381,1      |
| 4   | <i>Shenzhen SE</i>    | Chiny     | 288,3      |
| 5   | <i>Paris Euronext</i> | Francja   | 232,6      |
| 6   | <i>B3</i>             | Brazylia  | 197,0      |
| 7   | <i>MOEX</i>           | Rosja     | 194,3      |
| 8   | <i>Oslo SE</i>        | Norwegia  | 192,1      |
| 9   | <i>Singapore SE</i>   | Singapur  | 156,2      |
| 10  | <i>Borsa Italiana</i> | Włochy    | 150,6      |

| Lp. | Giełda                   | Kraj      | Kapitaliz. |
|-----|--------------------------|-----------|------------|
| 1   | <i>LSE Group</i>         | W. Bryt.  | 15,3       |
| 2   | <i>Bolsa de Madrid</i>   | Hiszpania | 28,3       |
| 3   | <i>SIX Swiss Exchan.</i> | Szwajc.   | 28,6       |
| 4   | <i>Johannesburg SE</i>   | RPA       | 30,7       |
| 5   | <i>Vienna SE</i>         | Austria   | 36,7       |
| 6   | <i>NASDAQ Copenh.</i>    | Dania     | 38,2       |
| 7   | <i>Borsa Istanbul</i>    | Turcja    | 40,6       |
| 8   | <i>Warsaw SE</i>         | Polska    | 48,8       |
| 9   | <i>Ho Chi Minh SE</i>    | Wietnam   | 51,6       |
| 10  | <i>Japan Exchange</i>    | Japonia   | 70,5       |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.10.** Wartość kapitalizacji SGKP (mld USD) w zbiorach Top 20 na giełdach grupy PCE, 2022

| Lp. | Giełda                       | Kraj     | Kapitaliz. |
|-----|------------------------------|----------|------------|
| 1   | <i>Warsaw SE</i>             | Polska   | 48,8       |
| 2   | <i>Prague SE</i>             | Czechy   | 18,4       |
| 3   | <i>Budapest SE</i>           | Węgry    | 11,6       |
| 4   | <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | Rumunia  | 7,6        |
| 5   | <i>Sofia SE</i>              | Bulgaria | -          |

Źródło: Opracowanie własne.

Dane przedstawione w tabeli obrazują znaczną różnicę w wartości kapitalizacji SGKP na giełdach w Shanghaju oraz Rijadzie w stosunku do pozostałych giełd. Łącznie na tych dwóch giełdach SGKP mają wartość ponad 4 000 mld USD i odpowiadają za 58,7% wartości rynkowej wszystkich SGKP z grupy WLSE. Warto jednak przypomnieć, że spółka *Saudi Aramco* odpowiada za ponad ¼ wartości wszystkich SGKP z grupy WLSE.

O ile zestawienie giełd o największej łącznej wartości SGKP zawiera giełdy, na których podmioty te mają duże lub bardzo duże znaczenie, o tyle zestawienie giełd o najmniejszej łącznej wartości kapitalizacji w zbiorze Top 20 zawiera giełdy, na których SGKP mają niski

udział w kapitalizacji, jak np. giełda w Londynie (*LSE Group*), ale także te rynki, na których SGKP mają duże znaczenie, jak np. *Warsaw Stock Exchange*, czy też *Istanbul Stock Exchange*. Niska łączna wartość SGKP na tych giełdach wynika ze stosunkowo słabszego rozwoju giełd, co przejawia się niską wartością kapitalizacji spółek, w tym SGKP.

Średnia wartość SGKP notowanych na giełdach PCE (5 080,2 mld USD) była 10-krotnie mniejsza od średniej wartości SGKP notowanych na giełdach w krajach WLSE (50 287,0 mld USD). W głównej mierze wynika to z poziomu rozwoju giełd – w regionie Europy Środkowo-Wschodniej giełdy papierów wartościowych są słabiej rozwinięte i mają mniejszą wartość kapitalizacji. Dodatkowo SGKP z krajów postsocjalistycznych mają mniej zinternacjonalizowaną działalność, a rynki wewnętrzne, na których funkcjonują, są stosunkowo małe. Powoduje to, że możliwości wzrostu wartości spółek są istotnie ograniczone.

#### **4.1.2. Największe światowe SGKP według wartości kapitalizacji rynkowej**

Tabela 4.11 przedstawia zestawienie 30 największych SGKP według wartości ich kapitalizacji rynkowej na koniec 2022 r. W zestawieniu zdecydowanie dominują SGKP notowane na giełdach w podgrupie EME oraz w systemach autorytarnych, które odpowiadają za dwie trzecie liczby spółek oraz za ponad 80% wartości kapitalizacji SGKP z tego zestawienia. Łączna wartość kapitalizacji tych 30 SGKP wynosi 4 814,5 mld USD, co daje średnią wartość kapitalizacji ok. 160 mld USD (a bez Saudi Aramco nieco ponad 100 mld USD). Zdecydowanie najwięcej SGKP notowanych jest na giełdzie w Szanghaju (33,5% spółek), jednak to SGKP notowane na giełdzie *Tadawul* (Arabia Saudyjska) odpowiadały za największą część kapitalizacji (41,9%), mimo tylko trzech spółek w zestawieniu. Wynikało to z faktu, że największa SGKP na świecie – *Saudi Aramco* – miała niemal sześciokrotnie większą wartość rynkową niż druga spółka w tym zestawieniu, czyli *Kweichow Moutai*.

Wśród największych SGKP (zarówno, gdy chodzi o udział w liczbie, jak i wartości rynkowej) dominują spółki kontrolowane przez rządy przy posiadaniu większościowych udziałów oraz nadzorowane w sposób właścicielsko-lewarowany. W konsekwencji niemal 90% spółek z zestawienia jest w pełni kontrolowanych przez państwo.

**Tabela 4.11.** 30 największych światowych spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo według wartości kapitalizacji (mld USD) w 2022

| Lp. | Nazwa SGKP                                | Giełda                | Kraj        | Kapitaliz. | Branża                | Rozw. gosp. | Demo-kracja | Udziały (%) | Sposób kontr. | Rodz. kontr. | Stopień kontr. |
|-----|-------------------------------------------|-----------------------|-------------|------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------|----------------|
| 1   | <i>Saudi Aramco</i>                       | <i>Tadawul</i>        | Arab. Saud. | 1 833,2    | Ropa i gaz            | EME         | Org         | 95,0        | Wł-lew.       | B/P          | Pełny          |
| 2   | <i>Kweichow Moutai</i>                    | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 311,1      | Handel i przem. spoż. | EME         | Org         | 61,5        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 3   | <i>Industr. &amp; Comm. Bank of China</i> | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 211,1      | Finanse               | EME         | Org         | 71,8        | Wł-lew.       | B/P          | Pełny          |
| 4   | <i>China Construction Bank</i>            | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 158,0      | Finanse               | EME         | Org         | 57,5        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 5   | <i>China Mobile</i>                       | <i>HKEX</i>           | Chiny/HK    | 153,7      | Poczta i telekom.     | DME         | Org         | 74,0        | Własc.        | P            | Pełny          |
| 6   | <i>Agricultural Bank of Chin</i>          | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 142,4      | Finanse               | EME         | Org         | 84,2        | Wł-lew.       | B/P          | Pełny          |
| 7   | <i>China Merchants Bank</i>               | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 136,9      | Finanse               | EME         | Org         | 41,7        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 8   | <i>Bank of China Ltd</i>                  | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 125,7      | Finanse               | EME         | Org         | 64,3        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 9   | <i>PetroChina</i>                         | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 125,0      | Ropa i gaz            | EME         | Org         | 84,6        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 10  | <i>China Life Insurance Comp.</i>         | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 123,5      | Finanse               | EME         | Org         | 70,1        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 11  | <i>Equinor</i>                            | <i>Oslo Borse</i>     | Norwegia    | 114,0      | Ropa i gaz            | DME         | FuD         | 67,0        | Własc.        | B            | Pełny          |
| 12  | <i>Wuliangye</i>                          | <i>Shenzen SE</i>     | Chiny       | 101,5      | Handel i przem. spoż. | EME         | Org         | 56,0        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 13  | <i>Airbus</i>                             | <i>Paris SE</i>       | Francja     | 93,9       | Maszyny i urządzenia  | DME         | FuD         | 11,0        | Wł-lew.       | P            | Cząstk.        |
| 14  | <i>Vale SA</i>                            | <i>B3</i>             | Brazylia    | 77,8       | Górnictwo i metalurg. | EME         | FwD         | 8,9         | Wł-lew.       | P            | Cząstk.        |
| 15  | <i>China Shenhua Energy</i>               | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 75,1       | Górnictwo i metalurg. | EME         | Org         | 56,0        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 16  | <i>Deutsche Post</i>                      | <i>Deut. Boerse</i>   | Niemcy      | 72,3       | Poczta i telekom.     | DME         | FuD         | 20,0        | Własc.        | P            | Znaczący       |
| 17  | <i>China Petrol. &amp; Chem. Corp.</i>    | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 71,7       | Ropa i gaz            | EME         | Org         | 69,5        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 18  | <i>SABIC</i>                              | <i>Tadawul</i>        | Arab. Saud. | 71,5       | Chemia                | EME         | Org         | 70,0        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 19  | <i>Nippon Telegraph &amp; Telephone</i>   | <i>Tokio SE</i>       | Japonia     | 70,5       | Poczta i telekom.     | DME         | FuD         | 35,0        | Własc.        | B            | Znaczący       |
| 20  | <i>Deutsche Telekom</i>                   | <i>Deut. Boerse</i>   | Niemcy      | 69,9       | Poczta i telekom.     | DME         | FuD         | 31,0        | Własc.        | B/P          | Znaczący       |
| 21  | <i>Petrobras</i>                          | <i>B3</i>             | Brazylia    | 69,4       | Ropa i gaz            | EME         | FwD         | 36,6        | Wł-lew.       | B/P          | Pełny          |
| 22  | <i>China Yangtze Power</i>                | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 68,4       | Energia               | EME         | Org         | 73,2        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 23  | <i>State Bank Of India</i>                | <i>NSE of India</i>   | Indie       | 66,2       | Finanse               | EME         | FwD         | 65,0        | Wł-lew.       | P/B          | Pełny          |
| 24  | <i>DBS Group Holdings Ltd</i>             | <i>Singapore SE</i>   | Singapur    | 65,1       | Finanse               | DME         | FwD         | 29,1        | Własc.        | P            | Znaczący       |
| 25  | <i>CNOOC</i>                              | <i>HKEX</i>           | Chiny/HK    | 64,8       | Ropa i gaz            | DME         | Org         | 66,0        | Własc.        | P            | Pełny          |
| 26  | <i>China Tourism Group Duty Free</i>      | <i>Shanghai SE</i>    | Chiny       | 64,0       | Handel i przem. spoż. | EME         | Org         | 50,3        | Wł-lew.       | P            | Pełny          |
| 27  | <i>Saudi National Bank</i>                | <i>Tadawul</i>        | Arab. Saud. | 60,3       | Finanse               | EME         | Org         | 37,0        | Własc.        | B            | Znaczący       |
| 28  | <i>Hong Kong Stock Exchange</i>           | <i>HKEX</i>           | Chiny/HK    | 57,2       | Finanse               | DME         | Org         | 6,0         | Wł-lew.       | B            | Cząstk.        |
| 29  | <i>Rosneft</i>                            | <i>MOEX</i>           | Rosja       | 55,2       | Ropa i gaz            | EME         | Org         | 50,1        | Własc.        | B/P          | Pełny          |
| 30  | <i>Enel</i>                               | <i>Borsa Italiana</i> | Włochy      | 55,1       | Energia               | DME         | FwD         | 23,6        | Wł-lew.       | B            | Pełny          |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4.1.3. Branże funkcjonowania SGKP

W poniższej części pracy prezentuję wyniki analizy dotyczące branż funkcjonowania SGKP na analizowanych giełdach. Tabela 4.12 przedstawia dane dotyczące rozkładu branżowego SGKP w grupie WLSE. Większość (69,5%) badanych SGKP funkcjonowała w czterech branżach: finanse, ropa i gaz, poczta i telekomunikacja oraz energia. SGKP funkcjonujące w tych branżach odpowiadały za niemal 80% wartości rynkowej całego zbioru. W krajach postsocjalistycznych SGKP koncentrowały się w trzech branżach: finanse, energia oraz ropa i gaz. Na podstawie danych z tabeli można wywnioskować, że SGKP funkcjonują głównie w strategicznych branżach dla gospodarki, niemniej niemała liczba tych podmiotów występuje również (w krajach EME) w branżach kojarzonych zazwyczaj z prywatnym kapitałem takich jak handel i przemysł spożywczy.

**Tabela 4.12.** Podział branżowy SGKP według grup giełd, 2022

|                             | WLSE    |                |     |                   |     |     | PCE |
|-----------------------------|---------|----------------|-----|-------------------|-----|-----|-----|
|                             | Łącznie | Poziom rozwoju |     | Poziom demokracji |     |     |     |
|                             |         | DME            | EME | FuD               | FwD | ORg |     |
| Łącznie                     | 138     | 47             | 91  | 27                | 52  | 59  | 17  |
| Finanse                     | 43      | 11             | 32  | 5                 | 17  | 21  | 5   |
| Ropa i gaz                  | 20      | 4              | 16  | 2                 | 9   | 9   | 4   |
| Poczta i telekomunikacja    | 17      | 10             | 7   | 7                 | 6   | 4   | -   |
| Energetyka                  | 16      | 10             | 6   | 6                 | 7   | 3   | 5   |
| Handel i przemysł spożywczy | 11      | 1              | 10  | -                 | 3   | 8   | -   |
| Górnictwo i metalurgia      | 10      | 2              | 8   | 2                 | 3   | 5   | 2   |
| Chemia                      | 6       | 1              | 5   | 1                 | 2   | 3   | 1   |
| Maszyny i urządzenia        | 6       | 4              | 2   | 3                 | 1   | 2   | -   |
| Transport                   | 5       | 2              | 3   | 1                 | 3   | 1   | -   |
| Inne                        | 4       | 2              | 2   | -                 | 1   | 3   | -   |

Źródło: Opracowanie własne.

Podział giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego pokazuje pewne różnice między rozkładem branżowym SGKP. Szczególnie znaczącą różnicę można zauważyć w sektorze ropa i gaz. Z kolei w branży energetycznej oraz poczta i telekomunikacja większość SGKP notowanych była na giełdach w krajach DME.

Różnice można zauważyć w podziale giełd ze względu na poziom demokracji kraju. Na giełdach w krajach o pełnej demokracji brak było SGKP w branży handel i przemysł spożywczy, relatywnie niewiele było też SGKP w branży finanse. Natomiast w krajach o wadliwej demokracji i niedemokratycznych dominowały SGKP funkcjonujące w branży finansowej.

Tabela 4.13 zawiera dane dotyczące udziału wartości rynkowej SGKP z poszczególnych branż. Najwyższy udział w kapitalizacji ma branża ropa i gaz (38,2%), szczególnie na giełdach

w krajach EME (44,6%) oraz ulokowanych w krajach niedemokratycznych (45,7%). Jest to dosyć zaskakujące, ponieważ liczba SGKP funkcjonujących w branży finansowej była ponad dwa razy większa, a odpowiadała „jedynie” za ponad ¼ wartości kapitalizacji SGKP z grupy WLSE. Podmioty z tej branży miały znaczący udział w kapitalizacji na giełdach w krajach EME (29,0%) oraz w podgrupie wadliwych demokracji (38,6%) i reżimach niedemokratycznych (27,4%). Mimo pewnych różnic w podgrupach należy jednak podkreślić, że SGKP z wymienionych dwóch branż odpowiadały za niemal 2/3 wartości wszystkich tych podmiotów w całej grupie WLSE.

Warto również zwrócić uwagę, że w krajach DME oraz o pełnej demokracji zdecydowanie największy udział miały SGKP z branży poczta i telekomunikacja, co może wynikać z faktu, że podmioty te częściej internacjonalizują swoją działalność.

**Tabela 4.13.** Udział (%) SGKP w wartości kapitalizacji (mld USD) w grupach giełd w podziale na branżę funkcjonowania, 2022

|                          | WLSE    |                |         |                   |         |         | PCE  |
|--------------------------|---------|----------------|---------|-------------------|---------|---------|------|
|                          | Łącznie | Poziom rozwoju |         | Poziom demokracji |         |         |      |
|                          |         | DME            | EME     | FuD               | FwD     | ORg     |      |
| Łącznie kapitalizacja    | 6 939,6 | 1 553,5        | 5 386,1 | 865,5             | 1 044,8 | 5 029,4 | 98,5 |
| Ropa i gaz               | 38,2    | 15,9           | 44,6    | 15,1              | 21,0    | 45,7    | 30,8 |
| Finanse                  | 26,8    | 19,2           | 29,0    | 9,6               | 38,6    | 27,4    | 26,2 |
| Poczta i telekomunikacja | 8,6     | 31,1           | 2,2     | 32,9              | 9,5     | 4,3     | -    |
| Handel i przem. spoż.    | 9,2     | 0,3            | 11,8    | -                 | 1,7     | 12,3    | -    |
| Energia                  | 5,8     | 15,5           | 2,9     | 17,4              | 12,0    | 2,5     | 29,7 |
| Górnictwo i metalurgia   | 3,7     | 2,0            | 4,2     | 3,6               | 8,2     | 2,7     | 8,5  |
| Chemia                   | 2,4     | 0,7            | 2,9     | 1,3               | 2,6     | 2,6     | 4,8  |
| Maszyny i urządzenia     | 3,1     | 10,5           | 1,0     | 17,9              | 0,7     | 1,1     | -    |
| Transport                | 1,1     | 2,0            | 0,9     | 2,2               | 4,8     | 0,2     | -    |
| Inne                     | 1,1     | 2,8            | 0,5     | -                 | 0,9     | 1,2     | -    |

Źródło: Opracowanie własne.

Ciekawym przypadkiem są SGKP z branży energetycznej, ponieważ branża ta kojarzy się z dużym udziałem własności państwowej, szczególnie w krajach słabiej rozwiniętych<sup>292</sup>. Jednak wyniki analizy w grupie WLSE pokazują, że SGKP z tej branży mają stosunkowo duży udział w podgrupie DME (15,5%) oraz w krajach o pełnej (17,4%) i wadliwej demokracji (12,0%). Natomiast na giełdach w krajach EME oraz niedemokratycznych ich udział w kapitalizacji jest znacznie mniejszy. Taki stan rzeczy może wynikać z faktu, że państwa słabiej rozwinięte rzadziej notują akcje tych spółek na giełdzie, co może być związane z praktyką wykorzystywania ich do aktywnego wpływania na ceny energii. Notowanie spółki na giełdzie mogłoby utrudnić realizację takiej polityki.

Na giełdach w krajach PCE, podobnie jak w grupie WLSE, największy udział w kapitalizacji

<sup>292</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises...*, op. cit., s. 309.

grupy miały SGKP z branży ropa i gaz. Znaczący udział miały także SGKP z branży energetycznej. Należy jednak zwrócić uwagę, że w tej grupie udział SGKP w kapitalizacji był odzwierciedleniem ich liczebności w poszczególnych branżach.

Tabela 4.14 prezentuje rozkład branżowy SGKP w zależności od poziomu udziałów oraz rodzaju i sposobu kontroli państwa. W niemal wszystkich branżach dominującą część stanowiły spółki, w których państwa posiadały większościowe udziały właścicielskie. Szczególnie wyraźną różnicę, wynoszącą aż 11 podmiotów na korzyść większościowych SGKP, zaobserwowałem w branży ropa i gaz. Jedynie w branży chemicznej większość SGKP stanowiły podmioty, w których państwo posiadało mniejszościowe udziały.

**Tabela 4.14.** Podział branżowy SGKP według poziomu udziałów oraz sposobu i rodzaju kontroli państwa, 2022

|                             | Liczba SGKP | Poziom udziałów |       | Sposób kontroli |         | Rodzaj kontroli |       |     |
|-----------------------------|-------------|-----------------|-------|-----------------|---------|-----------------|-------|-----|
|                             |             | wSGKP           | mSGKP | Właśc.          | Wł-lew. | Bezp.           | Pośr. | B/P |
| Łącznie                     | 148         | 89              | 59    | 70              | 78      | 58              | 69    | 21  |
| Finanse                     | 45          | 25              | 20    | 18              | 27      | 16              | 21    | 8   |
| Ropa i gaz                  | 23          | 17              | 6     | 14              | 9       | 8               | 9     | 6   |
| Poczta i telekomunikacja    | 17          | 11              | 6     | 12              | 5       | 7               | 8     | 2   |
| Energia                     | 20          | 11              | 9     | 9               | 11      | 11              | 6     | 3   |
| Handel i przemysł spożywczy | 11          | 9               | 2     | 3               | 8       | 2               | 9     | -   |
| Górnictwo i metalurgia      | 10          | 5               | 5     | 4               | 6       | 5               | 5     | -   |
| Chemia                      | 7           | 2               | 5     | 4               | 3       | 3               | 3     | 1   |
| Maszyny i urządzenia        | 6           | 3               | 3     | 1               | 5       | 2               | 3     | 1   |
| Transport                   | 5           | 4               | 1     | 2               | 3       | 2               | 3     | -   |
| Inne                        | 4           | 2               | 2     | 3               | 1       | 2               | 2     | -   |

Źródło: Opracowanie własne.

Kontrola bezpośrednia państwa dominowała w jednej branży, zaś kontrola pośrednia była najczęściej wykorzystywana w sześciu branżach. W żadnej branży SGKP kontrolowane łącznie w sposób bezpośredni i pośredni nie stanowiły większości podmiotów.

Podział SGKP ze względu na sposób kontroli pokazuje natomiast, że w sześciu na dziesięć branż większość SGKP stanowią te, w których państwa wykorzystywały mechanizmy lewarowania kontroli. W przypadku SGKP funkcjonujących w branżach takich jak poczta i telekomunikacja oraz chemiczna, w których państwo realizowało kontrolę w sposób właścicielski, dominowały spółki z mniejszościowymi udziałami państwa, co skutkowało niższym stopniem sprawowanej kontroli. Natomiast w branży ropa i gaz, w których państwo stosuje właścicielski sposób kontroli, w zdecydowanej większości podmiotów rządy posiadały większościowe udziały, co zapewniało pełną kontrolę korporacyjną.

#### 4.1.4. Obecność zagranicznych SGKP na giełdach papierów wartościowych

W analizowanych zbiorach Top 20 giełd z grupy WLSE zidentyfikowałem – odrębnie od

wcześniej analizowanych, krajowych SGKP – 10 zagranicznych SGKP, co stanowiło jedynie 1,3% wszystkich spółek oraz 7,3% liczby SGKP. Ich udział w kapitalizacji był marginalny, poniżej 1%. Wszystkie z nich były kontrolowane pośrednio przez podmioty prawnie odrębne od organów rządowych z innych krajów. Spośród 36 giełd zagraniczne SGKP odnotowałem tylko na ośmiu z nich. Szczegółowe dane zawiera tabela 4.15.

**Tabela 4.15.** Liczba oraz udział zagranicznych SGKP w kapitalizacji w grupach giełd, 2022

|                                       | WLSE    |                |     |                   |     |     | PCE |
|---------------------------------------|---------|----------------|-----|-------------------|-----|-----|-----|
|                                       | Łącznie | Poziom rozwoju |     | Poziom demokracji |     |     |     |
|                                       |         | DME            | EME | FuD               | FwD | ORg |     |
| Liczba zagr. SGKP w Top 20            | 10      | 4              | 6   | 3                 | 5   | 2   | 6   |
| udziały większościowe                 | 6       | 3              | 3   | 2                 | 3   | 1   | 5   |
| udziały mniejszościowe                | 4       | 1              | 3   | 1                 | 2   | 1   | 1   |
| Udział w kapital. zagr. SGKP w Top 20 | 0,6     | 0,7            | 0,5 | 0,3               | 1,0 | 0,2 | 7,0 |
| udziały większościowe (%)             | 0,5     | 0,6            | 0,2 | 0,2               | 0,9 | 0,1 | 6,9 |
| udziały mniejszościowe (%)            | 0,1     | 0,1            | 0,3 | 0,1               | 0,1 | 0,1 | 0,1 |

Źródło: Opracowanie własne.

Nieco większe znaczenie podmioty te miały na giełdach krajów postsocjalistycznych. W tej grupie żadnej zagranicznej SGKP nie odnotowałem jedynie na giełdzie w Pradze. Zagraniczne SGKP stanowiły 6,0% wszystkich spółek z tej grupy oraz 35,3% liczby SGKP. Większe znaczenie zagranicznych SGKP na tych giełdach wynika prawdopodobnie z procesów prywatyzacyjnych. Mianowicie w przypadkach przedsiębiorstw państwowych funkcjonujących np. w branży telekomunikacyjnej czy finansowej, prywatyzacja poprzez giełdę odbywała się z udziałem kapitału zagranicznego i niekiedy był to zagraniczny kapitał państwowy (jak np. przy prywatyzacji Telekomunikacji Polskiej S.A.).

Tabela 4.16 przedstawia szczegółowe dane dotyczące liczby, wartości kapitalizacji oraz udziału kapitalizacji zagranicznych SGKP w kapitalizacji grupy Top 20 na badanych giełdach. W 2022 roku żadna giełda nie wyróżniała się dużą liczbą zagranicznych SGKP. Najwięcej tych podmiotów (po dwa) notowanych było na giełdach w Madrycie oraz Warszawie. Warto zwrócić uwagę, że zagraniczne SGKP notowane na *Warsaw Stock Exchange*, czyli mBank<sup>293</sup> oraz Orange Polska, były w przeszłości przedsiębiorstwami państwowymi, które zostały sprywatyzowane poprzez emisje akcji na giełdzie papierów wartościowych. Obecnie są one kontrolowane pośrednio przez rządy z innych krajów.

Pod względem łącznej wartości rynkowej tych podmiotów zdecydowanie wyróżnia się

<sup>293</sup> Spółka mBank S.A. została sprywatyzowana w latach 90. XX wieku, a kontrolę nad nią przejął niemiecki Commerzbank. W momencie przejścia Commerzbank znajdował się pod kontrolą inwestorów instytucjonalnych. Sytuacja uległa jednak zmianie w 2009 roku, kiedy bank ten został poddany nacjonalizacji ratunkowej przez rząd niemiecki.

giełda *NASDAQ*, na której notowana jest tylko jedna zagraniczna SGKP – *T-Mobile US*, kontrolowana przez niemiecki *Deutsche Telekom*. Mimo tak dużej wartości rynkowej jej udział w kapitalizacji to niespełna 2%, co wynika z bardzo dużej wartości innych, prywatnych spółek.

**Tabela 4.16.** Zagraniczne SGKP w Top 20 na giełdach w grupach WLSE oraz PCE, 2022

| Giełda                       | A | Grupa | Giełda                       | B     | Grupa | Giełda                       | C    | Grupa |
|------------------------------|---|-------|------------------------------|-------|-------|------------------------------|------|-------|
| <i>Bolsa de Madrid</i>       | 2 | DME   | <i>NASDAQ</i>                | 174,2 | EME   | <i>Borsa Istanbul</i>        | 6,5  | EME   |
| <i>Warsaw SE</i>             | 2 | EME   | <i>Bolsa de Madrid</i>       | 27,5  | EME   | <i>Johannesburg SE</i>       | 5,8  | EME   |
| <i>Oslo Borse</i>            | 1 | DME   | <i>Johannesburg SE</i>       | 16,6  | DME   | <i>Bolsa de Madrid</i>       | 5,3  | DME   |
| <i>Istanbul SE</i>           | 1 | EME   | <i>Istanbul SE</i>           | 9,6   | EME   | <i>Warsaw SE</i>             | 5,3  | EME   |
| <i>Tadawul</i>               | 1 | EME   | <i>Oslo Borse</i>            | 8,6   | DME   | <i>Philippine SE</i>         | 3,8  | EME   |
| <i>Philippine SE</i>         | 1 | EME   | <i>Tadawul</i>               | 7,1   | EME   | <i>Oslo Børs</i>             | 2,9  | DME   |
| <i>Johannesburg SE</i>       | 1 | EME   | <i>Philippine SE</i>         | 5,6   | EME   | <i>NASDAQ</i>                | 1,9  | DME   |
| <i>NASDAQ</i>                | 1 | DME   | <i>Warsaw SE</i>             | 4,9   | DME   | <i>Tadawul</i>               | 0,3  | EME   |
| <i>Warsaw SE</i>             | 2 | PCE   | <i>Warsaw SE</i>             | 4,9   | PCE   | <i>Warsaw SE</i>             | 5,3  | PCE   |
| <i>Budapest SE</i>           | 1 | PCE   | <i>Budapest SE</i>           | 0,9   | PCE   | <i>Budapest SE</i>           | 4,1  | PCE   |
| <i>Bulgarian SE</i>          | 1 | PCE   | <i>Bulgarian SE</i>          | 0,3   | PCE   | <i>Bulgarian SE</i>          | 8,0  | PCE   |
| <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 2 | PCE   | <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 6,1   | PCE   | <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 23,1 | PCE   |

A – liczba zagranicznych SGKP

B – wartość kapitalizacji SGKP (mld USD)

C – udział SGKP w kapitalizacji (%)

Źródło: Opracowanie własne.

W grupie PCE najwyższa łączna wartość kapitalizacji i udział zagranicznych SGKP w kapitalizacji zostały odnotowane na giełdzie w Bukareszcie. Wynika to z tego, że największą spółką na tej giełdzie w 2022 roku była spółka petrochemiczna *OMV Petrol*, kontrolowana przez austriacką spółkę *OMV*, kontrolowaną z kolei przez rząd austriacki.

Relatywnie duża liczba zagranicznych SGKP, podobnie do krajowych SGKP, funkcjonowała w branżach poczta i telekomunikacja oraz finanse. W grupie krajów PCE najwięcej zagranicznych SGKP (trzy podmioty) funkcjonowało w branży poczta i telekomunikacja, jednak najwyższą łączną wartość kapitalizacji miały podmioty z branży ropa i gaz.

Zbiór krajów pochodzenia kapitału państwowego oczywiście wykracza poza analizowany wcześniej zbiór krajów, w których ulokowane są giełdy. Najwięcej zagranicznych SGKP (po 2) kontrolowane było przez rządy z Włoch, Kataru oraz Niemiec, zaś największą wartość kapitalizacji miały spółki kontrolowane przez niemiecki rząd, co głównie wynika z wysokiej wartości kapitalizacji *T-Mobile US*.

Zagraniczne SGKP na giełdach PCE kontrolowane były głównie przez spółki państwowe z innych krajów Unii Europejskiej. Tylko jedna SGKP (*Rompetrol Rafinare* – na giełdzie w Bukareszcie) była kontrolowana przez państwo spoza UE – Kazachstan.

#### 4.1.5. Wykorzystywanie mechanizmów lewarowania kontroli

Wyniki analizy pokazały, że w roku 2022 w grupie WLSE spośród 138 SGKP 75 z nich (54,3%) było kontrolowanych przez państwo w sposób właścicielsko-lewarowany. Oznacza to, że oprócz uprawnień wynikających z akcji, rządy wykorzystywały także dodatkowe uprawnienia zwiększające stopień kontroli w SGKP, czyli mechanizmy lewarowania kontroli. Natomiast w krajach PCE mechanizmy te były stosowane w dziewięciu SGKP (52,9%).

Mechanizmy lewarowania kontroli są zróżnicowane, szczegółowy ich opis przedstawiłem w p. 2.2.4. Aby odpowiedzieć na pytanie, które z nich były najczęściej wykorzystywane przez państwo, przeprowadziłem analizę częstości ich wykorzystania. W badaniu uwzględniłem dane na koniec 2022 roku i objąłem próbę 138 SGKP z grupy WLSE oraz 17 z grupy PCE. Informacje dotyczące wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli pochodziły z wielu źródeł, które zostały szczegółowo opisane w podrozdziale 3.2.

Tabela 4.17 prezentuje dane dotyczące stosowanych mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w całej grupie WLSE oraz w podziale na poziom udziałów państwa.

**Tabela 4.17.** Częstość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w grupie giełd WLSE w podziale na poziom udziałów państwa, 2022

|                                                         | WLSE          |      | wSGKP         |      | mSGKP         |      |
|---------------------------------------------------------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|
|                                                         | Czę-<br>stość | %    | Czę-<br>stość | %    | Czę-<br>stość | %    |
| Złota akcja                                             | 10            | 7,3  | 6             | 7,3  | 4             | 7,1  |
| Prawo nominacji członków organów statutowych spółek     | 52            | 37,7 | 34            | 41,5 | 18            | 32,1 |
| Prawo weta                                              | 11            | 8,0  | 4             | 4,9  | 7             | 12,5 |
| Emisja akcji o różnej sile głosu                        | 5             | 3,6  | 2             | 2,4  | 3             | 5,4  |
| Prawo wzmacniające głos państwa na WZA                  | 3             | 2,2  | 1             | 1,2  | 2             | 3,6  |
| Wiodąca rola państwa w zarządzaniu spółką               | 22            | 15,9 | 16            | 19,5 | 6             | 10,7 |
| Prawo krajowe dające specjalną pozycję w spółce         | 5             | 3,6  | 1             | 1,2  | 4             | 7,1  |
| Ograniczenia głosu do akcjonariuszy prywatnych          | 9             | 6,5  | 4             | 4,9  | 5             | 8,9  |
| Ograniczenia posiadania akcji dla prywatnych inwestorów | 13            | 9,4  | 8             | 9,8  | 5             | 8,9  |
| Porozumienia akcjonariuszy                              | 1             | 0,7  | 0             | -    | 1             | 3,7  |
| Prawo do zwoływania WZA                                 | 3             | 2,2  | 1             | 1,2  | 2             | 3,6  |

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza danych przedstawionych w tabeli wskazuje, że w grupie WLSE wyraźnie przeważają mechanizmy wzmacniające pozycję państwa jako akcjonariusza poprzez przyznanie mu dodatkowych uprawnień. Zdecydowanie najczęściej stosowanym mechanizmem lewarowania kontroli (w 37,7% spółek) był zapis w statucie, który uprawniał rząd do nominacji członków statutowych organów spółek. Znacznie rzadziej stosowane są mechanizmy, które można zaliczyć do grupy ograniczających uprawnienia prywatnych akcjonariuszy (ograniczenia głosu do akcjonariuszy prywatnych i ograniczenia posiadania akcji dla prywatnych inwestorów) oraz pozostałe mechanizmy, takie jak porozumienia akcjonariuszy

oraz prawo do zwoływania WZA.

Tabela 4.17 zawiera również podział wykorzystanych rodzajów mechanizmów lewarowania kontroli ze względu na poziom udziałów państwa. Zarówno w grupie mniejszościowych, jak i większościowych SGKP przeważającymi mechanizmami wzmacniania kontroli państwa były uprawnienia dotyczące nominacji członków organów statutowych spółek. W SGKP z mniejszościowymi udziałami państwa stosunkowo częściej były wykorzystywane mechanizmy, które wzmacniały pozycje państwa na WZA, co nie powinno być zaskoczeniem, ponieważ rządy, gdy nie mają większościowych udziałów, mogą w ten sposób istotnie zwiększyć swój stopień kontroli w SGKP.

Tabela 4.18 prezentuje podział wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli ze względu na poziom rozwoju gospodarczego kraju ulokowania giełdy.

**Tabela 4.18.** Częstość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w podziale na poziom rozwoju gospodarczego, 2022

|                                                         | DME           |      | EME           |      |
|---------------------------------------------------------|---------------|------|---------------|------|
|                                                         | Czę-<br>stość | %    | Czę-<br>stość | %    |
| Złota akcja                                             | 3             | 6,4  | 7             | 7,7  |
| Prawo nominacji członków organów statutowych spółek     | 7             | 14,9 | 45            | 49,5 |
| Prawo weta                                              | 7             | 14,9 | 4             | 4,4  |
| Emisja akcji o różnej sile głosu                        | -             | -    | 5             | 5,5  |
| Prawo wzmacniające głos państwa na WZA                  | 3             | 6,4  | 0             | -    |
| Wiodąca rola państwa w zarządzaniu spółką               | -             | -    | 22            | 24,2 |
| Prawo krajowe dające specjalną pozycję w spółce         | 5             | 10,6 | -             | -    |
| Ograniczenia głosu do akcjonariuszy prywatnych          | 3             | 6,4  | 6             | 6,6  |
| Ograniczenia posiadania akcji dla prywatnych inwestorów | 6             | 12,8 | 7             | 7,7  |
| Porozumienia akcjonariuszy                              | 1             | 2,1  | -             | -    |
| Prawo do zwoływania WZA                                 | -             | -    | 3             | 3,3  |

Źródło: Opracowanie własne.

Mimo że w obu podgrupach dominują mechanizmy, które dają państwu większe uprawnienia dotyczące kontroli SGKP, to jednak można zauważyć także pewne różnice między nimi. W przypadku SGKP notowanych na giełdach w krajach EME najczęściej wykorzystywanym mechanizmem lewarowania kontroli było prawo nominowania członków statutowych organów spółek. Nieco rzadziej stosowany był zapis w statucie, który zapewniał specjalną pozycję państwowemu akcjonariuszowi, m.in. poprzez utworzenie specjalnego komitetu w spółce, jednak dotyczył on jedynie SGKP notowanych na dwóch chińskich giełdach (Shanghai oraz Shenzhen). Pozostałe mechanizmy były wykorzystywane znacznie rzadziej. Natomiast w krajach DME najpowszechniej stosowane były prawo weta, nominacje członków do organów statutowych spółek oraz ograniczenia w posiadaniu akcji. Warto wskazać, że na giełdach ulokowanych w krajach DME mechanizmy, które ograniczają prawa akcjonariuszy

prywatnych, mają stosunkowo większe znaczenie niż na giełdach w krajach EME.

Tabela 4.19 prezentuje podział wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli ze względu na poziom demokracji kraju ulokowania giełdy.

**Tabela 4.19.** Częstość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w podziale na poziom demokracji kraju ulokowania giełdy, 2022

|                                                         | FuD           |      | FwD           |      | ORg           |      |
|---------------------------------------------------------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|
|                                                         | Czę-<br>stość | %    | Czę-<br>stość | %    | Czę-<br>stość | %    |
| Złota akcja                                             | 1             | 3,7  | 6             | 11,5 | 3             | 5,1  |
| Prawo nominacji członków organów statutowych spółek     | 5             | 18,5 | 16            | 30,8 | 31            | 52,5 |
| Prawo weta                                              | 1             | 3,7  | 8             | 15,4 | 2             | 3,4  |
| Emisja akcji o różnej sile głosu                        | -             | 0,0  | 3             | 5,8  | 2             | 3,4  |
| Prawo wzmacniające głos państwa na WZA                  | 3             | 11,1 | -             | -    | -             | -    |
| Wiodąca rola państwa w zarządzaniu spółką               | -             | 0,0  | -             | -    | 22            | 37,3 |
| Prawo krajowe dające specjalną pozycję w spółce         | -             | -    | 5             | 9,6  | -             | -    |
| Ograniczenia głosu do akcjonariuszy prywatnych          | 2             | 7,4  | 7             | 13,4 | -             | -    |
| Ograniczenia posiadania akcji dla prywatnych inwestorów | 1             | 3,7  | 5             | 9,6  | 7             | 11,9 |
| Porozumienia akcjonariuszy                              | 1             | 3,7  | -             | -    | -             | -    |
| Prawo do zwoływania WZA                                 | -             | 0,0  | 2             | 3,9  | 1             | 1,7  |

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza danych przedstawionych w tabeli 4.19 wskazuje, że niezależnie od poziomu demokracji kraju ulokowania giełdy, najczęściej wykorzystywane były zapisy umożliwiające nominacje członków organów statutowych spółek. Zaskakującym wnioskiem jest to, że w krajach autorytarnych marginalne było wykorzystanie mechanizmów zwiększających siłę głosu państwa na WZA. Wyjaśnieniem tej sytuacji może być fakt, że rządy w tych krajach posiadają głównie większościowe pakiety udziałów w spółkach, co zapewnia im wystarczająco silną pozycję na WZA.

W grupie PCE wachlarz zastosowanych mechanizmów lewarowania kontroli jest znacznie większy, dlatego nie prezentuję danych w tabeli dla tej grupy, tylko ograniczam się do ich opisu. W SGKP na tych giełdach przeważały mechanizmy, które wzmacniały pozycję rządu, poprzez ograniczenie praw akcjonariuszom prywatnym, takie jak ograniczenia w wykonywaniu prawa głosu na WZA (41,2%). Należy jednak wskazać, że mechanizmy lewarowania kontroli na giełdach w krajach PCE były stosowane jedynie w dwóch krajach: Polsce i na Węgrzech (łącznie w 9 spółkach). W Czechach oraz Rumunii nie zaobserwowałem wykorzystania takich mechanizmów<sup>294</sup>.

Rządy mogą wykorzystywać mechanizmy lewarowania kontroli pojedynczo lub grupowo,

<sup>294</sup> W rumuńskiej spółce *Societatea Energetica Electrica S.A.* wprowadzono zapis w statucie, który nawet ograniczał władzę państwa. Polegał on na tym, że rząd rumuński, mimo posiadania znaczącego pakietu udziałów, mógł wybrać maksymalnie trzech członków zarządu, podczas gdy czterech członków tego organu wybierali pozostali akcjonariusze.

w ramach bardziej kompleksowych strategii. Liczba stosowanych mechanizmów jest istotna, ponieważ użycie kilku z nich może znacznie zwiększyć stopień kontroli rządu nad SGKP. Tabela 4.20 przedstawia dane dotyczące współwystępowania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w różnych grupach oraz podgrupach giełdowych.

**Tabela 4.20.** Współwystępowanie mechanizmów lewarowania kontroli, 2022

|       | 0      |      | 1      |      | 2      |      | 3      |      | 4      |     |
|-------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|-----|
|       | Liczba | %    | Liczba | %    | Liczba | %    | Liczba | %    | Liczba | %   |
| WLSE  | 63     | 45,6 | 30     | 21,7 | 32     | 23,3 | 12     | 8,7  | 1      | 0,7 |
| wSGKP | 34     | 41,5 | 24     | 29,3 | 19     | 23,2 | 5      | 6,1  | -      | -   |
| mSGKP | 29     | 51,8 | 6      | 10,7 | 13     | 23,2 | 7      | 12,5 | 1      | 1,8 |
| DME   | 31     | 66,0 | 5      | 10,6 | 4      | 8,5  | 6      | 12,8 | 1      | 2,1 |
| EME   | 32     | 35,2 | 25     | 27,5 | 28     | 30,8 | 6      | 6,6  | -      | -   |
| FuD   | 20     | 74,1 | 3      | 11,1 | 1      | 3,7  | 3      | 11,1 | -      | -   |
| FwD   | 24     | 46,2 | 12     | 23,1 | 9      | 17,3 | 6      | 11,5 | 1      | 1,9 |
| ORg   | 19     | 32,2 | 15     | 25,4 | 22     | 37,3 | 3      | 5,1  | -      | -   |
| PCE   | 8      | 47,1 | 2      | 11,8 | 5      | 29,4 | 1      | 5,9  | 1      | 5,9 |

Uwaga: cyfry w kolumnach oznaczają liczbę stosowanych mechanizmów lewarowania

Źródło: Opracowanie własne.

W grupie WLSE rządy najczęściej stosowały dwa mechanizmy lewarowania kontroli. W grupie WLSE najczęściej współwystępowały zapisy w statucie spółek, które przyznawały państwu dominującą pozycję w zarządzaniu oraz zapewniały nominacje co najmniej jednego członka organu statutowego. Natomiast w grupie PCE dominującą parą mechanizmów były nominacje członków organu statutowego oraz ograniczenie głosu dla prywatnych akcjonariuszy na WZA. W obu grupach występowały również spółki, w których rząd stosował aż cztery mechanizmy lewarowania kontroli.

Analiza SGKP według poziomu posiadanych udziałów wykazuje, że mechanizmy lewarowania kontroli częściej współwystępują w SGKP z mniejszościowymi udziałami państwa. W SGKP, gdzie państwo posiada ponad 50% udziałów, w niemal jednej trzeciej przypadków stosowano tylko jeden mechanizm lewarowania kontroli. Pewne różnice można zauważyć w podziale grupy WLSE według poziomu rozwoju gospodarczego krajów, w których ulokowane są giełdy. W SGKP notowanych na giełdach w krajach DME rozkład współwystępowania mechanizmów lewarowania kontroli był stosunkowo równomierny. W tej podgrupie rządy najczęściej stosowały trzy mechanizmy. Były one jednak zróżnicowane i żadne ich połączenie nie było dominujące. Natomiast w SGKP notowanych na giełdach w krajach EME, najczęściej wykorzystywano dwa mechanizmy. Najpopularniejszą kombinacją mechanizmów było przyznanie państwu specjalnej pozycji w zarządzaniu spółką oraz prawo nominowania przynajmniej jednego członka organu statutowego.

Podział według poziomu demokracji pokazuje, że w krajach demokratycznych najczęściej stosowano jeden mechanizm, natomiast w krajach autorytarnych, w ponad jednej trzeciej SGKP, wykorzystywano dwa mechanizmy wzmacniania kontroli.

Podsumowując, zdecydowanie najpopularniejszym mechanizmem lewarowania kontroli w SGKP był zapis w statucie, który uprawniał rząd do nominacji przynajmniej jednego członka organu statutowego spółki, który dominował niemal we wszystkich podgrupach giełd. Warto jednak podkreślić, że mechanizmy te charakteryzują się dużą różnorodnością, a ich zastosowanie może zależeć zarówno od obowiązujących przepisów prawnych w danym kraju, jak i od wielkości pakietu udziałów posiadanego przez państwo w danej spółce. W wielu SGKP państwo stosowało więcej niż jeden mechanizm lewarowania kontroli, szczególnie w tych podmiotach, gdzie państwo utrzymywało mniejszościowe udziały.

## **4.2. SGKP w latach 2010-2022 – analiza porównawcza**

### **4.2.1. Podstawowe dane dla analizowanych grup giełd**

W poniższym podrozdziale prezentuję i analizuję zbiorcze oraz porównawcze wyniki badań dotyczące obecności SGKP w wyróżnionych grupach giełd papierów wartościowych w latach 2010-2022. Układ analizy jest podobny do układu w poprzednim podrozdziale, opisanego szczegółowo w p. 4.1.1. Ważna różnica polega na tym, że w poprzedniej części pracy w grupie WLSE analizowałem 36 giełd, zaś w niniejszej – 32 giełdy (WLSE-32). Wynika to braku możliwości uzyskania – mimo różnorodnych starań – wiarygodnych danych historycznych (z lat 2010, 2013, 2016, 2019) dla czterech giełd: *Indonesia Stock Exchange*, *Malaysia Stock Exchange*, *Vietnam Stock Exchange*, *Thailand Stock Exchange*. W konsekwencji liczba giełd poddanych analizie w podgrupie EME zmniejszyła się z 15 do 11. Odpowiednio też zmieniła się liczba giełd w podgrupach wydzielonych ze względu na poziom demokracji. Liczba giełd w podgrupie o pełnej demokracji pozostała taka sama (15), natomiast w krajach o wadliwej demokracji zmniejszyła się z 13 do 10, zaś w krajach autorytarnych z 8 do 7.

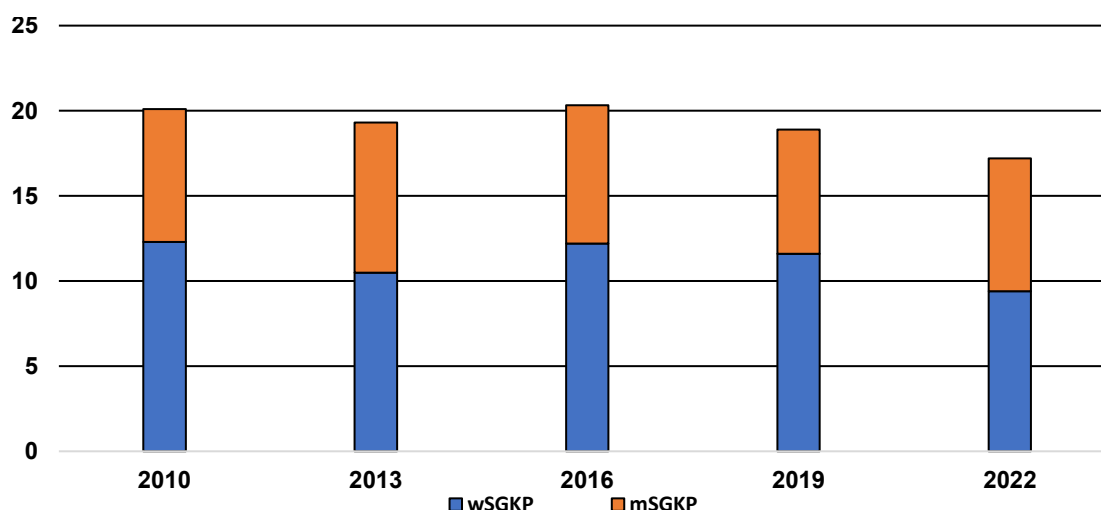
Na siedmiu giełdach papierów wartościowych nie odnotowałem SGKP w żadnym z analizowanych lat (2010, 2013, 2016, 2019 i 2022). Były to trzy giełdy z podgrup DME oraz FwD (*TASE*, *NYSE*, *NASDAQ*), dwie giełdy z podgrup DME i FuD (*TMX Group*, *ASX Australian SE*), jedna z podgrupy EME i FwD (*The Philippine Stock Exchange*) oraz jedna z EME i ORg (*Mexican Stock Exchange*).

Wskaźnikami wykorzystywanymi do określenia zmian w obecności SGKP na największych światowych giełdach papierów wartościowych od 2010 do 2022 roku są liczba oraz udział w

liczbie SGKP w zbiorach Top 20 na giełdach wraz z ich wartościami i udziałami w kapitalizacji tych zbiorów.

W 2010 roku w zbiorach Top 20 z 32 największych światowych giełd, zawierających 640 spółek, stwierdziłem obecność 129 SGKP, co stanowiło 20,2% wszystkich spółek. Natomiast w 2022 roku w analogicznej grupie na 32 największych giełd było 110 SGKP, co odpowiadało 17,2% wszystkich spółek. Oznacza to, że liczba SGKP na giełdach w zbiorach Top 20 pomiędzy rokiem 2010 a rokiem 2022 zmniejszyła się o 19, czyli o prawie 15% (wykres 4.1). Przy czym, co ciekawe, zmniejszenie liczby SGKP dotyczyło wyłącznie spółek z większościowymi udziałami państwa. Liczba spółek z mniejszościowymi udziałami państwa pozostała bez zmian.

**Wykres 4.1.** Udział SGKP (%) w ogólnej liczbie spółek w zbiorach Top 20 w grupie WLSE-32, 2010-2022

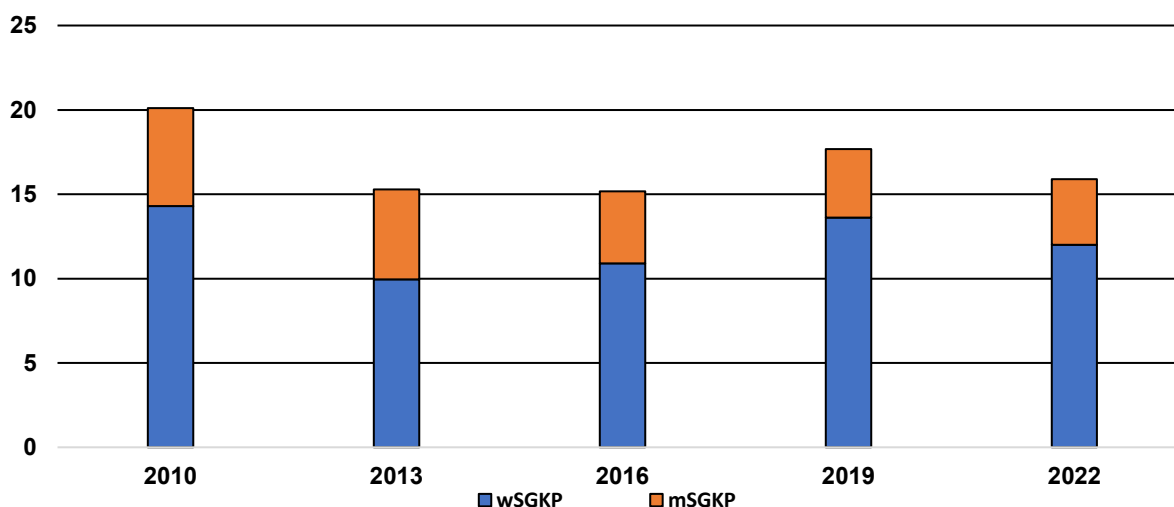


Źródło: Opracowanie własne.

Szczegółowe dane liczbowe na temat obecności SGKP w analizowanych latach w różnych grupach giełd zawiera tabela 4.21.

Następny wykres (4.2) przedstawia udział SGKP w kapitalizacji 32 giełd w analizowanym okresie, a tabela 4.22 zawiera szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości i udziałów SGKP w kapitalizacji wyróżnionych grup i podgrup giełd.

**Wykres 4.2.** Udział SGKP (%) w wartości kapitalizacji zbiorów Top 20 w grupie WLSE-32, 2010-2022.



Źródło: Opracowanie własne.

Udział SGKP w łącznej wartości kapitalizacji spółek Top 20 badanych giełd w latach 2010-2022 spadł z 20,1% do 15,9%, czyli niemal o 21%. Spadek ten byłby znacząco większy, gdyby nie fakt, że od roku 2019 zbiór SGKP powiększył się o spółkę *Saudi Aramco*, która ma olbrzymią wartość kapitalizacji, wynoszącą na koniec 2022 roku 1 883,2 mld USD, czyli około 30% wartości kapitalizacji wszystkich SGKP. Bez IPO *Saudi Aramco*, udział SGKP w kapitalizacji zbioru Top 20 zmniejszyłby się do 11,9%, czyli ponad 40%.

Podział giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego kraju wskazuje, że o ile na giełdach EME odnotowałem bardzo duży, niemal dwukrotny wzrost łącznej wartości kapitalizacji tych podmiotów oraz, co istotne, wzrost udziału SGKP w kapitalizacji o 7,9% – na co duży wpływ miało IPO spółki *Saudi Aramco* – o tyle na giełdach w krajach DME sytuacja była odwrotna. W tej podgrupie nastąpił bardzo znaczący spadek udziałów SGKP. O ile w roku 2010 udział ten wynosił 9,9%, to po 12 latach zmniejszył się o ponad połowę, do 4,7%.

Drastyczny spadek udziału wartości SGKP wystąpił na giełdach w krajach demokratycznych (FuD oraz FwD). W obu tych podgrupach łącznie udział wartościowy SGKP wynosił w roku 2010 ok. 11,7%, a w roku 2022 jedynie 4,8%, co oznacza zmniejszenie się udziału SGKP aż o ok. 60%. Udział wartościowy SGKP w krajach autorytarnych wzrósł, na co decydujący wpływ, podobnie do podgrupy EME, miało wspomniane wcześniej IPO *Saudi Aramco*.

**Tabela 4.21.** Zmiana liczby SGKP i udziału liczby SGKP w zbiorach Top 20 w podziale na grupy giełd, 2010-2022

|            | WLSE-32 |      |       |                |      |       |      |      |       |                   |      |       |      |      |       |      |      |       |
|------------|---------|------|-------|----------------|------|-------|------|------|-------|-------------------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|
|            | Łącznie |      |       | Poziom rozwoju |      |       |      |      |       | Poziom demokracji |      |       |      |      |       |      |      |       |
|            |         |      |       | DME            |      |       | EME  |      |       | FuD               |      |       | FwD  |      |       | ORg  |      |       |
| Liczba     | 2010    | 2022 | Zm. % | 2010           | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010              | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % |
| L. SGKP    | 129     | 110  | -14,7 | 52             | 47   | -9,6  | 77   | 63   | -18,2 | 30                | 27   | -10,0 | 39   | 31   | -20,5 | 60   | 52   | -13,3 |
| wSGKP      | 79      | 60   | -24,1 | 25             | 21   | -16,0 | 54   | 39   | -27,8 | 13                | 10   | -23,1 | 23   | 12   | -47,8 | 43   | 38   | -11,6 |
| mSGKP      | 50      | 50   | 0,0   | 27             | 26   | -3,7  | 23   | 24   | 4,3   | 17                | 17   | 0,0   | 16   | 19   | 18,8  | 17   | 14   | -17,6 |
| Udział (%) | 2010    | 2022 | Zm. % | 2010           | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010              | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % |
| L. SGKP    | 20,2    | 17,2 | -14,9 | 12,4           | 11,2 | -9,7  | 35,0 | 28,6 | -18,3 | 10,0              | 9,0  | -10,0 | 19,5 | 15,5 | -20,5 | 42,9 | 37,1 | -13,5 |
| wSGKP      | 12,4    | 9,4  | -24,2 | 6,0            | 5,0  | -16,7 | 24,5 | 17,7 | -27,8 | 4,3               | 3,3  | -11,5 | 11,5 | 6,0  | -47,8 | 30,7 | 27,1 | -11,7 |
| mSGKP      | 7,8     | 7,8  | 0,0   | 6,4            | 6,2  | -3,1  | 10,5 | 10,9 | 3,8   | 5,7               | 5,7  | 0,0   | 8,0  | 9,5  | 18,8  | 12,2 | 10,0 | -18,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.22.** Zmiana wartości SGKP (mld USD) i udziału SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 w podziale na grupy giełd, 2010-2022

|            | WLSE-32 |         |       |                |         |       |         |         |       |                   |       |       |         |       |       |         |         |       |
|------------|---------|---------|-------|----------------|---------|-------|---------|---------|-------|-------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|---------|-------|
|            | Łącznie |         |       | Poziom rozwoju |         |       |         |         |       | Poziom demokracji |       |       |         |       |       |         |         |       |
|            |         |         |       | DME            |         |       | EME     |         |       | FuD               |       |       | FwD     |       |       | ORg     |         |       |
| Wartość    | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010           | 2022    | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010              | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % |
| SGKP       | 4 362,9 | 6 545,1 | 50,0  | 1 648,5        | 1 553,5 | -5,8  | 2 714,4 | 4 991,6 | 83,9  | 891,9             | 865,4 | -3,0  | 1 199,7 | 701,9 | -41,5 | 2 286,3 | 4 977,8 | 117,7 |
| wSGKP      | 3 108,0 | 4 942,3 | 59,0  | 894,6          | 696,9   | -22,1 | 2 213,4 | 4 245,4 | 91,8  | 389,0             | 290,1 | -25,4 | 670,9   | 237,4 | -64,6 | 2 048,1 | 4 414,8 | 115,6 |
| mSGKP      | 1 254,8 | 1 602,8 | 27,7  | 753,9          | 856,6   | 13,6  | 501,0   | 746,3   | 49,0  | 502,9             | 575,3 | 14,4  | 528,8   | 464,5 | -12,8 | 223,1   | 563,0   | 152,4 |
| Udział (%) | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010           | 2022    | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010              | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % |
| SGKP       | 20,1    | 15,9    | -20,9 | 9,9            | 4,7     | -51,5 | 53,3    | 57,5    | 7,9   | 9,1               | 6,4   | -29,7 | 14,9    | 3,6   | -75,8 | 59,1    | 60,0    | 1,5   |
| wSGKP      | 14,3    | 12,0    | -16,1 | 5,4            | 2,1     | -61,1 | 43,5    | 48,9    | 12,4  | 4,0               | 2,2   | -45,0 | 8,3     | 1,2   | -85,5 | 53,3    | 53,2    | -0,2  |
| mSGKP      | 5,8     | 3,9     | -32,8 | 4,5            | 2,6     | -42,2 | 9,8     | 8,6     | -12,2 | 5,1               | 4,3   | -15,7 | 6,6     | 2,4   | -63,6 | 5,8     | 6,8     | 17,2  |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 4.23 prezentuje zmiany liczby, wartości kapitalizacji oraz udziałów SGKP w krajach PCE w latach 2010-2022. Ogólna liczba SGKP pozostała taka sama, jednak ich udział w ogólnej liczbie spółek nieznacznie spadł, gdyż w 2010 roku na giełdzie w Pradze notowano 16 spółek, a w 2022 roku było ich 20. Mimo że liczba SGKP pozostała taka sama, to ich udział w kapitalizacji wzrósł (o 2,9%), co było spowodowane wyższym spadkiem wartości rynkowej spółek prywatnych niż podmiotów kontrolowanych przez państwo.

Warto zwrócić uwagę, że analizowanym okresie doszło do zmiany w strukturze SGKP na giełdach w krajach PCE. Podczas gdy w 2010 roku liczba spółek giełdowych z mniejszościowymi udziałami państwa była ponad dwukrotnie mniejsza niż tych z większościowymi udziałami państwa, to w 2022 roku liczba SGKP, w których państwa posiadały większościowe udziały, niemalże zrównała się z liczbą „mniejszościowych” SGKP. Zmiana ta wynikała z faktu, że blisko połowa spółek giełdowych z większościowymi udziałami państwa, które były w zbiorach Top 20 w krajach PCE w roku 2010 w następnych 12 latach albo została wycofana z giełdy (*delisting*), albo państwo straciło nad nimi kontrolę w wyniku prywatyzacji. Natomiast większość SGKP, które pojawiły się na giełdach po roku 2010, charakteryzowała się mniejszościowymi udziałami państwa. Dlatego też można zauważyć znaczący wzrost ich wartości kapitalizacji (o 48,9%), który spowodował, że ich udział w kapitalizacji niemal się podwoił.

**Tabela 4.23.** Zmiana liczby, wartości kapitalizacji oraz udziału SGKP w grupie PCE, 2010-2022

|                | Zmiana liczby |      |       | Zmiana wartości i udziałów<br>w kapitalizacji |      |       |
|----------------|---------------|------|-------|-----------------------------------------------|------|-------|
|                | 2010          | 2022 | Zm. % | 2010                                          | 2022 | Zm.%  |
|                | Liczba        |      |       | mld USD                                       |      |       |
| SGKP           | 17            | 17   | -     | 105,6                                         | 86,4 | -18,2 |
| większościowe  | 12            | 9    | -25,0 | 69,1                                          | 32,2 | -53,4 |
| mniejszościowe | 5             | 8    | 60,0  | 36,4                                          | 54,2 | 48,9  |
|                | Udział (%)    |      | Zm. % | Udział (%)                                    |      | Zm. % |
| SGKP           | 17,7          | 17,0 | -4,0  | 48,5                                          | 49,9 | 2,9   |
| większościowe  | 12,5          | 9,0  | -28,0 | 31,8                                          | 18,6 | -41,5 |
| mniejszościowe | 5,2           | 8,0  | 53,9  | 16,7                                          | 31,3 | 87,4  |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4.2.2. SGKP w podziale według rodzaju kontroli państwa

Tabela 4.24 przedstawia liczbę oraz zmiany udziału w liczbie SGKP w podziale na rodzaj kontroli sprawowanej przez państwo w badanym okresie. Natomiast tabela 4.25 wartość kapitalizacji oraz udział w ogólnej wartości kapitalizacji SGKP w badanym okresie w analogicznym podziale.

Pomimo znaczącego spadku liczby SGKP kontrolowanych pośrednio przez rząd, w 2022

roku w stosunku do 2010 roku, o 24,7% w całej grupie WLSE-32, ten rodzaj kontroli był najczęściej wykorzystywany w obu analizowanych latach. Wzrost udziału zanotowały jedynie SGKP, w których państwa bezpośrednio sprawują swoje uprawnienia właścicielskie (o 28,2%).

Analizując podziały giełd według poziomu rozwoju gospodarczego kraju ich lokalizacji, zauważalne są istotne różnice. Największe zmiany miały miejsce w podgrupie krajów EME, gdzie udział SGKP kontrolowanych bezpośrednio wzrósł istotnie, choć nadal było to jedynie niespełna 25,4% spółek.

Podział giełd ze względu na poziom demokracji wskazuje, że duże zmiany zaszły na giełdach w krajach niedemokratycznych. W całym analizowanym okresie w tej podgrupie największe znaczenie miał pośredni rodzaj kontroli, niemniej jednak zmniejszył on swój udział w liczbie SGKP o 22,3%, w przeciwieństwie do dwóch pozostałych rodzajów kontroli.

Kolejna tabela (4.26) zawiera odpowiednie dane dla grupy PCE. W badanym okresie nie są dostrzegalne jakieś wyraźne tendencje zmian, gdy chodzi o rodzaj kontroli SGKP na tych giełdach.

W grupie WLSE-32 największy udział w kapitalizacji w 2010 roku miały SGKP kontrolowane pośrednio przez państwo, natomiast w 2022 roku – SGKP kontrolowane zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio. Ze względu na niewielkie liczbowo zbiory analizowanych spółek w poszczególnych podgrupach giełd i rodzajach kontroli trudno wyciągać jakieś uzasadnione metodologicznie wnioski o charakterze ogólnym. Tym bardziej że zmiana wynikająca z obecności (lub nie) jednej dużej spółki, typu *Saudi Aramco* czy *Life Insurance of India*, zasadniczo wpływa na wynik w danym okresie.

Na giełdach w krajach PCE w latach 2010-2022 SGKP kontrolowane bezpośrednio odpowiadały za największą część kapitalizacji, a dodatkowo ich udział wzrósł w analizowanych latach z 64,0% do 76,5%. Znacząco, ponad 10-krotnie, wzrósł udział w kapitalizacji SGKP kontrolowanych pośrednio, do czego przyczyniła się nacjonalizacja Pekao oraz zmiany w strukturze własnościowej spółek na giełdzie w Budapeszcie, polegające na tym, że rząd węgierski scedował swoje udziały na wiele prawnie odrębnych od rządu podmiotów.

Podsumowując, analiza zmian w stosowanym rodzaju kontroli SGKP potwierdza wnioski z poprzedniego podrozdziału. Trudno jednoznacznie wskazać, czy rodzaj kontroli zależy od poziomu demokracji, czy poziomu rozwoju gospodarczego kraju. Natomiast zmiany, które zaszły w analizowanych latach wynikały głównie ze zmian wartości kapitalizacji poszczególnych spółek i pojawienia się w kolejnych latach pojedynczych nowych spółek o bardzo dużej kapitalizacji.

**Tabela 4.24.** Zmiana liczby i udziału w liczbie SGKP w podziale na rodzaj kontroli w grupie WLSE-32, 2010-2022

|             | WLSE-32 |      |       |                |      |       |      |      |       |                   |      |       |      |      |       |      |      |       |
|-------------|---------|------|-------|----------------|------|-------|------|------|-------|-------------------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|
|             | Łącznie |      |       | Poziom rozwoju |      |       |      |      |       | Poziom demokracji |      |       |      |      |       |      |      |       |
|             |         |      |       | DME            |      |       | EME  |      |       | FuD               |      |       | FwD  |      |       | ORg  |      |       |
| Liczba SGKP | 2010    | 2022 | Zm. % | 2010           | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010              | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % |
|             | 129     | 110  | -14,7 | 52             | 47   | -9,6  | 77   | 63   | -18,2 | 30                | 27   | -10,0 | 39   | 31   | -20,5 | 60   | 52   | -13,3 |
| Bezpośr.    | 32      | 35   | 9,4   | 21             | 19   | -9,5  | 11   | 16   | 45,5  | 17                | 15   | -11,8 | 8    | 7    | -12,5 | 7    | 13   | 85,7  |
| Pośredni    | 73      | 55   | -24,7 | 25             | 20   | -20,0 | 48   | 35   | -27,1 | 8                 | 6    | -25,0 | 16   | 16   | 0,0   | 49   | 33   | -32,7 |
| Bezp./pośr. | 24      | 20   | -16,7 | 6              | 8    | 33,3  | 18   | 12   | -33,3 | 5                 | 6    | 20,0  | 15   | 8    | -46,7 | 4    | 6    | 50,0  |
| Udział (%)  | 2010    | 2022 | Zm. % | 2010           | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010              | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % |
| Bezpośr.    | 24,8    | 31,8 | 28,2  | 40,4           | 40,4 | 0,0   | 14,3 | 25,4 | 77,6  | 56,7              | 55,6 | -1,9  | 20,5 | 22,6 | 10,2  | 11,7 | 25,0 | 113,7 |
| Pośredni    | 56,6    | 50,0 | -11,7 | 48,1           | 42,6 | -11,4 | 62,3 | 55,6 | -10,8 | 26,7              | 22,2 | -16,9 | 41,0 | 51,6 | 25,9  | 81,7 | 63,5 | -22,3 |
| Bezp./pośr. | 18,6    | 18,2 | -2,2  | 11,5           | 17,0 | 47,8  | 23,4 | 19,0 | -18,8 | 16,6              | 22,2 | 33,7  | 38,9 | 25,8 | -33,7 | 6,7  | 11,5 | 71,6  |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.25.** Zmiana wartości i udziału w kapitalizacji SGKP w podziale na rodzaj kontroli w grupie WLSE-32, 2010-2022

|                   | WLSE-32 |         |       |                |         |       |         |         |       |                   |       |       |         |       |       |         |         |       |
|-------------------|---------|---------|-------|----------------|---------|-------|---------|---------|-------|-------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|---------|-------|
|                   | Łącznie |         |       | Poziom rozwoju |         |       |         |         |       | Poziom demokracji |       |       |         |       |       |         |         |       |
|                   |         |         |       | DME            |         |       | EME     |         |       | FuD               |       |       | FwD     |       |       | ORg     |         |       |
| Wartość (mld USD) | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010           | 2022    | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010              | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % |
|                   | 4 362,8 | 6 545,2 | 50,0  | 1 648,5        | 1 553,5 | -5,8  | 2 714,4 | 4991,6  | 83,9  | 891,9             | 865,4 | -3,0  | 1 199,7 | 701,9 | -41,5 | 2 271,2 | 4 977,8 | 119,2 |
| Bezpośr.          | 907,8   | 1 019,4 | 12,3  | 736,8          | 710,0   | -3,6  | 171,1   | 309,3   | 80,8  | 637,3             | 529,2 | -17,0 | 114,3   | 147,6 | 29,1  | 156,2   | 342,5   | 119,3 |
| Pośredni          | 2 140,1 | 2 752,6 | 28,6  | 695,1          | 650,5   | -6,4  | 1 445,0 | 2 102,1 | 45,5  | 126,1             | 207,4 | 64,5  | 400,7   | 303,8 | -24,2 | 1 613,3 | 2 241,5 | 38,9  |
| Bezp./pośr.       | 1 314,9 | 2 773,3 | 110,9 | 216,6          | 193,0   | -10,9 | 1 098,3 | 2 580,2 | 134,9 | 128,5             | 128,9 | 0,3   | 684,7   | 250,6 | -63,4 | 501,6   | 2 393,8 | 377,2 |
| Udział (%)        | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010           | 2022    | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % | 2010              | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022  | Zm. % | 2010    | 2022    | Zm. % |
| Bezpośr.          | 20,8    | 15,6    | -25,0 | 44,7           | 45,7    | 2,2   | 6,3     | 6,2     | -1,6  | 71,5              | 61,1  | -14,4 | 9,5     | 21,0  | 121,1 | 6,9     | 6,9     | 0,0   |
| Pośredni          | 49,1    | 42,1    | -14,9 | 42,2           | 41,9    | -0,7  | 53,2    | 42,1    | -20,9 | 14,1              | 24,0  | 70,2  | 33,4    | 43,3  | 29,6  | 71,0    | 45,0    | -36,6 |
| Bezp./pośr.       | 30,1    | 42,4    | 40,9  | 13,1           | 12,4    | -5,3  | 40,5    | 51,7    | 27,7  | 14,4              | 14,9  | 3,5   | 57,1    | 35,7  | -37,5 | 22,1    | 48,1    | 117,6 |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.26.** Zmiana liczby i udziału w liczbie SGKP w podziale na rodzaj kontroli w grupie PCE w latach 2010-2022

|                              | Liczba |      |       | Udział w liczbie (%) |       |       |
|------------------------------|--------|------|-------|----------------------|-------|-------|
|                              | 2010   | 2022 | Zm. % | 2010                 | 2022  | Zm. % |
| Liczba SGKP w Top 20, w tym: | 17     | 17   | -     | 100,0                | 100,0 | -     |
| Bezpośredni                  | 12     | 11   | -8,3  | 70,6                 | 64,7  | -8,4  |
| Pośredni                     | 2      | 4    | 100,0 | 11,8                 | 23,5  | 99,2  |
| Bezpośredni/pośredni         | 3      | 2    | -33,3 | 17,6                 | 11,8  | -33,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.27.** Zmiana wartości i udziału w kapitalizacji SGKP w grupie PCE, 2010-2022

|                              | Wartość kapitalizacji (mld USD) |      |       | Udział w wartości kapitalizacji (%) |       |         |
|------------------------------|---------------------------------|------|-------|-------------------------------------|-------|---------|
|                              | 2010                            | 2022 | Zm. % | 2010                                | 2022  | Zm. %   |
| Liczba SGKP w Top 20, w tym: | 105,6                           | 86,4 | -18,2 | 100,0                               | 100,0 | -       |
| Bezpośredni                  | 67,5                            | 66,0 | -2,2  | 64,0                                | 76,5  | 19,5    |
| Pośredni                     | 1,2                             | 11,1 | 825,0 | 1,0                                 | 12,8  | 1 180,0 |
| Bezpośredni/pośredni         | 36,9                            | 9,3  | -74,8 | 35,0                                | 10,7  | 69,4    |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4.2.3. Zmiany liczby i udziałów SGKP na poszczególnych giełdach

W tabeli 4.28 przedstawiona została zmiana liczby, zaś w tabeli 4.30 zmiana udziałów SGKP w kapitalizacji dla giełd papierów wartościowych, na których zidentyfikowałem SGKP w zbiorze Top 20. Natomiast w tabelach 4.29 i 4.31 analogiczne dane dla giełd z krajów PCE.

Na sześciu giełdach z grupy WLSE-32, liczba SGKP nie zmieniła się (*Tadawul*, *Singapore SE*, *Deutsche Boerse AG*, *Hongkong SE*, *SIX Swiss Exchange*, *LSE Group*). Siedem giełd charakteryzowało się wzrostem liczby tych podmiotów w zbiorze Top 20 w analizowanych latach. Największy wzrost odnotowałem na giełdach w Tajwanie oraz w Stambule. *NASDAQ Copenhagen* była jedyną giełdą, która w roku 2010 w zbiorze Top 20 nie miała żadnej SGKP, zaś w 2022 roku jedną SGKP. Było to spowodowane pierwszą publiczną ofertą akcji spółki *Ørsted A/S* w 2016 roku.

Znacznie więcej, bo aż 11 giełd, charakteryzowało się spadkiem liczby SGKP w zbiorach Top 20. Szczególnie duży spadek zanotowały giełdy *National Stock Exchange of India* oraz *Shenzhen Stock Exchange*. Należy wskazać, że na obu tych giełdach za spadek liczby nie odpowiadały prywatyzacje spółek, ale wzrost wartości kapitalizacji spółek prywatnych, który spowodował, że SGKP wypadły ze zbiorów Top 20.

**Tabela 4.28.** Giełdy o wzroście (część lewa) oraz spadku (część prawa) liczby SGKP w Top 20 w grupie WLSE-32, 2010-2022

| Giełda                | Kraj      | 2010 | 2022 | Zm. |
|-----------------------|-----------|------|------|-----|
| <i>Taiwan SE</i>      | Taiwan    | 3    | 5    | 2   |
| <i>Borsa Istanbul</i> | Turcja    | 4    | 6    | 2   |
| <i>BME SE</i>         | Hiszpania | 1    | 2    | 1   |
| <i>Johannesbg SE</i>  | RPA       | 2    | 3    | 1   |
| <i>Paris Euronext</i> | Francja   | 3    | 4    | 1   |
| <i>B3</i>             | Brazylia  | 4    | 5    | 1   |
| <i>NASDAQ Cop.</i>    | Dania     | 0    | 1    | 1   |

| Giełda                | Kraj     | 2010 | 2022 | Zm. |
|-----------------------|----------|------|------|-----|
| <i>NSE of India</i>   | Indie    | 9    | 2    | -7  |
| <i>Shenzhen SE</i>    | Chiny    | 12   | 6    | -6  |
| <i>Japan Ex.</i>      | Japonia  | 3    | 1    | -2  |
| <i>Wiener Börse</i>   | Austria  | 6    | 4    | -2  |
| <i>Borsa Italiana</i> | Włochy   | 7    | 5    | -2  |
| <i>Moscow Ex.</i>     | Rosja    | 8    | 6    | -2  |
| <i>Shanghai SE</i>    | Chiny    | 19   | 17   | -2  |
| <i>Korea SE</i>       | Korea    | 2    | 0    | -2  |
| <i>NASDAQ Stock.</i>  | Szwecja  | 1    | 0    | -1  |
| <i>Warsaw SE</i>      | Polska   | 8    | 7    | -1  |
| <i>Oslo Børs</i>      | Norwegia | 7    | 6    | -1  |

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku giełd znajdujących się w krajach postsocjalistycznych wzrost liczby SGKP zanotowały giełdy w Rumunii oraz na Węgrzech. Wiązało się to z IPO przedsiębiorstw państwowych, a w przypadku Węgier, także częściową nacjonalizacją spółek. Natomiast spadek liczby SGKP zanotowano w Pradze, Sofii i Warszawie. Przy czym tylko w Bułgarii rząd utracił kontrolę nad SGKP, wskutek ich pełnej prywatyzacji. W przypadku Polski za zmianę liczby SGKP odpowiadało przejście spółki PGNiG przez PKN Orlen, a także spadek wartości spółek Enea oraz Tauron, które wypadły ze zbioru Top 20 w 2022 roku. Na giełdzie w Warszawie w zbiorze Top 20 pojawiły się także dwie nowe SGKP (JSW oraz Alior Bank), dlatego ostatecznie ich liczba spadła o jeden podmiot.

**Tabela 4.29.** Zmiana liczby SGKP w Top 20 na giełdach w grupie PCE, 2010-2022

| Giełda                       | 2010 | 2022 | Zm. |
|------------------------------|------|------|-----|
| <i>Warsaw SE</i>             | 8    | 7    | -1  |
| <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 3    | 5    | 2   |
| <i>Budapest SE</i>           | 1    | 4    | 3   |
| <i>Prague SE</i>             | 3    | 1    | -2  |
| <i>Bulgarian SE</i>          | 2    | 0    | -2  |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 4.30 zawiera dane dotyczące zmiany udziału SGKP w kapitalizacji w zbiorach Top 20 analizowanych giełd. SGKP zanotowały wzrost udziału w kapitalizacji jedynie na siedmiu giełdach. Największy, ponad trzykrotny wzrost udziału w kapitalizacji, SGKP odnotowały na giełdzie w Hiszpanii, co wiązało się z IPO przedsiębiorstwa *Aena*. IPO było również przyczyną wzrostu udziału SGKP na giełdzie w Arabii Saudyjskiej. Znaczący wzrost SGKP zanotowały także na giełdzie w Turcji. Był on spowodowany nie tylko wzrostem liczby SGKP, ale także spadkiem wartości spółek prywatnych. Na trzech giełdach udział SGKP w kapitalizacji wzrósł, mimo że liczba tych spółek w analizowanym okresie nie zmieniła się, a nawet się zmniejszyła

(*Wiener Börse*).

Spadek udziału SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 odnotowałem aż na 17 giełdach. Spadki te w wielu przypadkach były znaczące, ponieważ na siedmiu z nich przekraczały 50%. Na dwóch giełdach udział SGKP w zbiorze Top 20 spadł do 0% pomiędzy rokiem 2010 a 2022. Znaczący spadek udziału SGKP zanotowały na giełdzie w Indiach, co wiązało się zarówno ze spadkiem ich liczby, jak i z dynamicznym wzrostem wartości spółek prywatnych.

**Tabela 4.30.** Giełdy o wzroście (część lewa) oraz spadku (część prawa) udziału SGKP w kapitalizacji w Top 20 (w %) na giełdach z grupy WLSE-32, 2010-2022

| Giełda                 | Kraj      | 2010 | 2022 | Zm. % |
|------------------------|-----------|------|------|-------|
| <i>BME SE</i>          | Hiszp.    | 1,2  | 5,5  | 358,3 |
| <i>Borsa Istanbul</i>  | Turcja    | 13,1 | 27,3 | 108,4 |
| <i>Deutsche Boerse</i> | Niemcy    | 8,2  | 12,5 | 52,4  |
| <i>Tadawul</i>         | Ar. Saud. | 67,4 | 92,2 | 36,0  |
| <i>SGX</i>             | Singapur  | 39,6 | 50,0 | 26,3  |
| <i>Wiener Börse</i>    | Austria   | 31,6 | 35,7 | 13,0  |
| <i>NASDAQ Cop.</i>     | Dania     | 0,0  | 7,0  | -     |

| Giełda                | Kraj       | 2010 | 2022 | Zm. %  |
|-----------------------|------------|------|------|--------|
| <i>NASDAQ Sto.</i>    | Szwecja    | 9,3  | 0,0  | -100,0 |
| <i>Korea SE</i>       | Korea      | 5,6  | 0,0  | -100,0 |
| <i>NSE of India</i>   | Indie      | 42,9 | 8,9  | -79,3  |
| <i>Japan Ex.</i>      | Japonia    | 17,0 | 5,0  | -70,6  |
| <i>LSE Group</i>      | WB         | 4,1  | 1,3  | -68,3  |
| <i>HKEX</i>           | HK/Chiny   | 43,2 | 19,3 | -55,4  |
| <i>Paris Euronext</i> | Francja    | 23,6 | 11,6 | -50,9  |
| <i>Shenzhen SE</i>    | Chiny      | 60,5 | 30,8 | -49,1  |
| <i>Borsa Italiana</i> | Włochy     | 49,2 | 33,4 | -32,1  |
| <i>Moscow Ex</i>      | Rosja      | 58,7 | 46,8 | -20,3  |
| <i>SIX SE</i>         | Szwajcaria | 2,4  | 2,0  | -16,7  |
| <i>Taiwan SE</i>      | Tajwan     | 12,9 | 10,8 | -16,3  |
| <i>Oslo Børs</i>      | Norwegia   | 77,2 | 65,8 | -14,8  |
| <i>B3</i>             | Brazylia   | 46,6 | 40,4 | -13,3  |
| <i>Johann. SE</i>     | RPA        | 12,1 | 10,7 | -11,6  |
| <i>Warsaw SE</i>      | Polska     | 58,8 | 53,2 | -9,5   |
| <i>Shanghai SE</i>    | Chiny      | 96,6 | 89,4 | -7,5   |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 4.31 przedstawia dane dotyczące zmiany udziału SGKP na giełdach w krajach PCE. Wzrost udziału odnotowałem na trzech giełdach. Szczególnie znaczące wzrosty miały miejsce na giełdach w Budapeszcie oraz Bukareszcie. W przypadku giełdy na Węgrzech wiązało się to ze wzrostem roli państwa w gospodarce, przejawiającym się nacjonalizacją spółek, natomiast na giełdzie w Rumunii wynikało to z trzech IPO przedsiębiorstw państwowych. W Polsce nieznaczny spadek udziału wynikał ze spadku wartości wielu SGKP.

**Tabela 4.31.** Zmiana udziału kapitalizacji (%) SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 na giełdach z grupy PCE, 2010-2022

| Kraj                         | 2010 | 2022 | Zm. %  |
|------------------------------|------|------|--------|
| <i>Warsaw SE</i>             | 58,8 | 53,2 | -9,5   |
| <i>Budapest SE</i>           | 13,9 | 52,2 | 275,5  |
| <i>Prague SE</i>             | 54,9 | 63,8 | 16,2   |
| <i>Bulgarian SE</i>          | 5,7  | 0,0  | -100,0 |
| <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 11,8 | 28,7 | 143,2  |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4.2.4. Przyczyny zmiany liczby SGKP

Jak pokazują wyniki analizy przedstawione w poprzednich częściach pracy, obecność SGKP w zbiorach Top 20 w analizowanym okresie wykazywała tendencję zniżkową. W poniższej części przedstawię, jakie były najczęstsze przyczyny takiej zmiany, porównując zbiory Top 20 w latach 2010 i 2022. Wyróżniłem cztery przyczyny zakwalifikowania i wykluczenia SGKP ze zbiorów Top 20, wzorując się na klasyfikacji stworzonej przez Richarda W. Carneya<sup>295</sup>.

Pierwszą przyczyną wykluczenia SGKP ze zbioru Top 20 jest utrata kontroli nad spółką, co może wynikać zarówno ze zbycia udziałów przez państwo, jak i z nabycia przez prywatnego akcjonariusza takiego pakietu akcji, który pozwala mu na uzyskanie największego stopnia kontroli w spółce ze wszystkich akcjonariuszy, co można rozumieć jako prywatyzację spółki. Drugą przyczyną jest wycofanie akcji SGKP z obrotu giełdowego, czyli delisting spółki. Trzecią przyczyną zmniejszenia liczby SGKP jest spadek wartości spółki, która, mimo że nadal jest notowana na giełdzie, ma zbyt małą kapitalizację, aby znaleźć się w zbiorze Top 20. Ostatnią przyczyną jest fuzja SGKP z inną spółką kontrolowaną przez państwo, w wyniku której przestaje być ona notowana na giełdzie.

Jak wspomniałem wcześniej, analogicznie do przyczyn zmniejszenia liczby, wyróżniłem także cztery przyczyny kwalifikowania SGKP do tych zbiorów. Pierwszą przyczyną jest częściowa nacjonalizacja spółki już notowanej na giełdzie, polegająca na nabyciu przez państwo udziałów umożliwiających kontrolę nad spółką. Drugą przyczyną jest fuzja spółki państwowej z innymi podmiotami, w wyniku której powstaje nowa spółka giełdowa kontrolowana przez państwo. Trzecią przyczyną jest IPO przedsiębiorstwa państwowego przy wykorzystaniu rynku kapitałowego, w wyniku którego rząd częściowo prywatyzuje podmiot, zachowując jednak kontrolę nad spółką. Ostatnią przyczyną jest wzrost wartości kapitalizacji SGKP dotychczas notowanej na giełdzie, skutkujący jej wejściem do zbioru Top 20.

Informacje na temat przyczyn zmian obecności SGKP pochodziły z różnorodnych źródeł. Najważniejszymi i najbardziej wiarygodnymi źródłami były witryny internetowe giełd papierów wartościowych, komunikaty giełdowe oraz dokumenty korporacyjne spółek. W nielicznych przypadkach, gdy te źródła nie były wystarczające, korzystałem również z informacji prasowych oraz źródeł internetowych. Te ostatnie traktowałem jako mniej wiarygodne, dlatego ich informacje były weryfikowane poprzez sprawdzenie w co najmniej dwóch innych źródłach.

---

<sup>295</sup> R.W. Carney, *The stabilizing state: State capitalism as a response to financial globalization in one-party regimes*, „Review of International Political Economy”, 2015, (4).

Tabela 4.32 zawiera dane dotyczące przyczyn wykluczenia SGKP ze zbiorów Top 20 w analizowanych latach. W grupie WLSE-32, było 79 SGKP, które zakwalifikowały się do zbiorów Top 20 zarówno w 2010 jak i 2022 roku. W 2022 roku, w porównaniu do 2010 roku, w grupie WLSE-32 ze zbiorów Top 20 wypadło 50 spółek. Najczęstszym powodem (78,0%) była zmiana wartości kapitalizacji, która sprawiła, że dana SGKP nie znalazła się w zbiorze Top 20 w 2022 roku. Przyczyna ta miała szczególnie duże znaczenie na giełdach w krajach EME (85,3%), co sugeruje, że zmniejszenie liczby SGKP na tych rynkach nie wynikało głównie z procesów prywatyzacyjnych, ale z szybszego rozwoju spółek kontrolowanych przez prywatnych inwestorów. W krajach DME przyczyna ta miała nieco mniejsze znaczenie (62,5%).

Podział ze względu na poziom demokracji pokazuje, że w każdej podgrupie najczęstszą przyczyną zmniejszenia liczby SGKP było zmniejszenie ich kapitalizacji, co powodowało, że nie kwalifikowały się one do zbioru Top 20. Warto wskazać, że w krajach o pełnej demokracji stosunkowo duży udział miała także prywatyzacja SGKP.

Wśród 17 spółek, które były w zbiorach Top 20 na giełdach PCE w 2010 roku, tylko 9 znalazło się w zbiorach Top 20 w roku 2022. Grupa PCE dość istotnie różni się od grupy WLSE-32, ponieważ w tej pierwszej zmiana wartości miała znacznie mniejsze znaczenie. Duże znaczenie miały delisting oraz prywatyzacja (po 25,0%).

**Tabela 4.32.** Przyczyny wykluczenia SGKP ze zbiorów Top 20 (%)

| Grupa   | Delisting | Prywatyzacja | Zmiana wartości | Fuzja |
|---------|-----------|--------------|-----------------|-------|
| WLSE-32 | 8,0       | 8,0          | 78,0            | 6,0   |
| DME     | 12,5      | 18,8         | 62,5            | 6,3   |
| EME     | 5,9       | 2,9          | 85,3            | 5,8   |
| FuD     | 10,0      | 30,0         | 50,0            | 10,0  |
| FwD     | 6,7       | -            | 86,7            | 6,7   |
| ORg     | 8,0       | 4,0          | 84,0            | 4,0   |
| PCE     | 25,0      | 25,0         | 37,5            | 12,5  |

Źródło: Opracowanie własne.

Kolejna tabela (4.33) zawiera dane dotyczące przyczyn pojawiania się SGKP w zbiorach Top 20. W 2022 roku, w porównaniu do 2010 roku, w grupie WLSE-32 w zbiorach Top 20 znalazło się 31 nowych SGKP. W niemal połowie przypadków wynikało to ze wzrostu wartości spółek. Ta przyczyna miała szczególnie duże znaczenie na giełdach w krajach DME (63,6% przypadków). Ważną przyczyną na tych giełdach były również IPO przedsiębiorstw państwowych dotychczas nienotowanych na giełdzie (27,3%). W krajach EME IPO miały także duże znaczenie, były tak samo istotne, jak zmiany wartości spółek, odpowiadając za 40,0% przypadków pojawiania się SGKP.

Pewne różnice można także zauważyć w przypadku podziału giełd ze względu na poziom demokracji. W krajach o pełnej demokracji najczęstszą przyczyną pojawienia się SGKP w zbiorach Top 20 była zmiana wartości spółek, natomiast w krajach o wadliwej demokracji najczęściej wynikało to z IPO przedsiębiorstw państwowych. Możliwym wytłumaczeniem tych wyników może być to, że kraje w pełni demokratyczne znacznie wcześniej rozpoczęły procesy prywatyzacyjne, przez co ich przedsiębiorstwa państwowe były notowane na giełdzie już przed 2010 rokiem. Zdecydowanie najmniejsze znaczenie we wszystkich podgrupach miały fuzje spółek.

W przypadku giełd w krajach PCE w zbiorach Top 20 w 2022 roku znalazło się 9 nowych SGKP w porównaniu do 2010 roku. Zdecydowanie najczęstszą przyczyną ich pojawienia się były IPO. To nie powinno dziwić, gdyż gospodarki postsocjalistyczne często jeszcze po 2010 roku kontynuowały transformację gospodarczą, co przejawiało się częściowymi prywatyzacjami spółek przy zachowaniu kontroli państwa. Niemniej jednak istniał również przeciwny trend, ponieważ ważną przyczyną pojawienia się nowych SGKP była – w niektórych krajach (Polska i Węgry) – częściowa nacjonalizacja spółek. Stosunkowo duże znaczenie, w porównaniu do pozostałych podgrup, miały fuzje.

**Tabela 4.33.** Przyczyny zakwalifikowania się SGKP do zbioru Top 20 (%)

| Grupa   | IPO  | Nacjonalizacja | Zmiana wartości | Fuzja |
|---------|------|----------------|-----------------|-------|
| WLSE-32 | 35,5 | 12,9           | 48,4            | 3,2   |
| DME     | 27,3 | 9,1            | 63,6            | -     |
| EME     | 40,0 | 15,0           | 40,0            | 5,0   |
| FuD     | 28,6 | 14,3           | 57,1            | -     |
| FwD     | 57,1 | 28,6           | 14,3            | -     |
| ORg     | 29,4 | 5,9            | 58,8            | 5,9   |
| PCE     | 62,5 | 25,0           | -               | 12,5  |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4.2.5. Branże funkcjonowania SGKP

W poniższej części pracy prezentuje wyniki analizy dotyczące zmian branż funkcjonowania SGKP na analizowanych giełdach w latach 2010–2022. Tabela 4.34 przedstawia dane dotyczące rozkładu branżowego SGKP w grupie WLSE-32. Zarówno w 2010, jak i w 2022 roku, dominowały SGKP z branży finansowej, energetycznej, ropy i gazu, a także poczty i telekomunikacji. W obu tych latach odpowiadały one za niemal 70% liczby SGKP.

**Tabela 4.34.** Liczba SGKP w poszczególnych branżach w grupie WLSE-32, 2010-2022

|                       | WLSE-32 |      |       |                |      |       |      |      |       |                   |      |       |      |      |        |      |      |       |
|-----------------------|---------|------|-------|----------------|------|-------|------|------|-------|-------------------|------|-------|------|------|--------|------|------|-------|
|                       | Łącznie |      |       | Poziom rozwoju |      |       |      |      |       | Poziom demokracji |      |       |      |      |        |      |      |       |
|                       |         |      |       | DME            |      |       | EME  |      |       | FuD               |      |       | FwD  |      |        | ORg  |      |       |
|                       | 2010    | 2022 | Zm. % | 2010           | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010              | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. %  | 2010 | 2022 | Zm. % |
| Finanse               | 32      | 32   | -     | 9              | 11   | 22,2  | 23   | 21   | -8,7  | 4                 | 5    | 25,0  | 7    | 10   | 42,9   | 21   | 17   | -19,0 |
| Energia               | 23      | 15   | -34,8 | 12             | 10   | -16,7 | 11   | 5    | -54,5 | 7                 | 6    | -14,3 | 11   | 6    | -45,5  | 5    | 3    | -40,0 |
| Ropa i gaz            | 17      | 13   | -23,5 | 6              | 4    | -33,3 | 11   | 9    | -18,2 | 3                 | 2    | -33,3 | 7    | 3    | -57,1  | 7    | 8    | 14,3  |
| Poczta i tel.         | 15      | 14   | -6,7  | 14             | 10   | -28,6 | 1    | 4    | 300,0 | 11                | 7    | -36,4 | 1    | 3    | 200,0  | 3    | 4    | 33,3  |
| Górnictwo i metal.    | 12      | 10   | -16,7 | 1              | 2    | 100,0 | 11   | 8    | -27,3 | 1                 | 2    | 100,0 | 5    | 3    | -40,0  | 6    | 5    | -16,7 |
| Maszyny i urządz.     | 10      | 6    | -40,0 | 4              | 4    | -     | 6    | 2    | -66,7 | 1                 | 3    | 200,0 | 4    | 1    | -750,0 | 5    | 2    | -60,0 |
| Chemia                | 7       | 5    | -28,6 | 1              | 1    | -     | 6    | 4    | -33,3 | 1                 | 1    | -     | 1    | 1    | -      | 5    | 3    | -40,0 |
| Handel i przem. spoż. | 5       | 9    | 80,0  | 1              | 1    | -     | 4    | 8    | 100,0 | 1                 | -    | -     | -    | 2    | -      | 4    | 7    | 75,0  |
| Transport             | 5       | 3    | -40,0 | 3              | 2    | -33,3 | 2    | 1    | -50,0 | 1                 | 1    | -     | 1    | 1    | -      | 3    | 1    | -66,7 |
| Inne                  | 3       | 3    | -     | 1              | 2    | 100,0 | 2    | 1    | -50,0 | -                 | -    | -     | 2    | 1    | -50,0  | 1    | 2    | 100,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.35.** Udział w kapitalizacji (%) SGKP w poszczególnych branżach w grupie WLSE-32, 2010-2022

| Branża                | WLSE-32 |      |       |                |      |       |      |      |       |                   |      |         |      |      |       |      |      |       |
|-----------------------|---------|------|-------|----------------|------|-------|------|------|-------|-------------------|------|---------|------|------|-------|------|------|-------|
|                       | Łącznie |      |       | Poziom rozwoju |      |       |      |      |       | Poziom demokracji |      |         |      |      |       |      |      |       |
|                       |         |      |       | DME            |      |       | EME  |      |       | FuD               |      |         | FwD  |      |       | ORg  |      |       |
|                       | 2010    | 2022 | Zm. % | 2010           | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010              | 2022 | Zm. %   | 2010 | 2022 | Zm. % | 2010 | 2022 | Zm. % |
| Finanse               | 25,6    | 25,7 | 0,4   | 13,2           | 19,2 | 45,5  | 33,0 | 27,7 | -16,1 | 12,6              | 9,6  | -23,8   | 13,9 | 36,6 | 163,3 | 36,8 | 27,0 | -26,6 |
| Ropa i gaz            | 28,1    | 39,1 | 39,2  | 18,6           | 15,9 | -14,5 | 33,9 | 46,3 | 36,6  | 10,2              | 15,1 | 48,0    | 35,5 | 19,6 | -44,8 | 31,2 | 46,0 | 47,4  |
| Poczta i tel.         | 15,5    | 8,5  | -45,2 | 39,6           | 31,1 | -21,5 | 0,8  | 1,5  | 87,5  | 42,8              | 32,9 | -23,1   | 3,2  | 8,3  | 162,5 | 11,3 | 4,3  | -62,0 |
| Energia               | 11,3    | 5,9  | -47,8 | 19,8           | 15,5 | -21,7 | 6,2  | 2,9  | -53,2 | 26,2              | 17,4 | -33,6   | 15,7 | 16,1 | 2,6   | 3,2  | 2,5  | -21,9 |
| Handel i przem. spoż. | 2,4     | 9,5  | 295,8 | 2,1            | 0,3  | -85,7 | 2,6  | 12,4 | 376,9 | 4,0               | -    | -       | -    | 1,5  | -     | 3,1  | 12,3 | 296,8 |
| Górnictwo i metal.    | 8,8     | 3,9  | -55,7 | 1,0            | 2,0  | 100,0 | 13,6 | 4,5  | -66,9 | 1,8               | 3,6  | 100,0   | 22,2 | 12,1 | -45,5 | 4,5  | 2,8  | -37,8 |
| Chemia                | 3,8     | 2,3  | -39,5 | 1,0            | 0,7  | -30,0 | 5,5  | 2,9  | -47,3 | 1,9               | 1,3  | -31,6   | 2,8  | 1,4  | -50,0 | 5,0  | 2,6  | -48,0 |
| Maszyny i urządz.     | 2,4     | 3,3  | 37,5  | 1,6            | 10,5 | 556,3 | 2,9  | 1,1  | -62,1 | 0,3               | 17,9 | 5 866,7 | 3,7  | 1,1  | -70,3 | 2,5  | 1,1  | -56,0 |
| Transport             | 1,3     | 0,6  | -53,9 | 2,2            | 2,0  | -9,1  | 0,8  | 0,2  | -75,0 | 0,2               | 2,2  | 1 000,0 | 1,2  | 1,8  | 50,0  | 1,9  | 0,2  | -89,5 |
| Inne                  | 0,8     | 1,1  | 37,5  | 0,9            | 2,8  | 211,1 | 0,7  | 0,5  | -28,6 | -                 | -    | -       | 1,8  | 1,4  | -22,2 | 0,5  | 1,2  | 140,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.36.** Podział SGKP według liczby i ich udziału w kapitalizacji (%) w poszczególnych branżach w grupie PCE, 2010-2022

|                        | Liczba |      |        | Kapitalizacja |      |        |
|------------------------|--------|------|--------|---------------|------|--------|
|                        | 2010   | 2022 | Zm. %  | 2010          | 2022 | Zm. %  |
| Finanse                | 2      | 5    | 150,0  | 27,2          | 26,2 | -3,7   |
| Ropa i gaz             | 3      | 4    | 33,3   | 14,0          | 30,8 | 120,0  |
| Energia                | 6      | 5    | -16,7  | 43,7          | 29,7 | -32,0  |
| Handel i przem. spoż.  | 2      | -    | -100,0 | 0,2           | -    | -100,0 |
| Górnictwo i metalurgia | 1      | 2    | 100,0  | 11,0          | 8,5  | -23,4  |
| Chemia                 | 2      | 1    | -50,0  | 3,7           | 4,8  | 29,7   |
| Inne                   | 1      | -    | -100,0 | 0,1           | -    | -100,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

Jedyną branżą, która charakteryzowała się wzrostem liczby SGKP, był handel i przemysł spożywczy. Natomiast największy spadek liczby SGKP odnotowałem w sektorach transportu, maszyn i urządzeń oraz energii. Spadek ten wynikał ze spadku wartości kapitalizacji rynkowej wielu spółek z tych branż, co uniemożliwiło im znalezienie się w zbiorach Top 20.

Podział giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego kraju pokazuje, że w grupie DME duży wzrost liczby zanotowały SGKP z branży finansowej. Natomiast w krajach EME wzrost liczby odnotowały jedynie SGKP z sektorów handlu i żywności oraz poczty i telekomunikacji.

Na giełdach w krajach o pełnej demokracji największy spadek liczby (o cztery podmioty) zanotowały SGKP z branży poczty i telekomunikacji, co było związane z obniżeniem ich wartości rynkowej. Pomimo tak dużego spadku, SGKP z tej branży pozostały najliczniej reprezentowane w podgrupie giełd ulokowanych w krajach o pełnej demokracji.

W podgrupie krajów o wadliwych demokracjach bardzo znaczący wzrost liczby zanotowały SGKP z branży finansowej, co spowodowało, że stały się one najliczniejszą grupą SGKP w 2022 roku. Warto również zauważyć trzykrotny wzrost liczby SGKP z sektora poczty i telekomunikacji. Natomiast w krajach autorytarnych największy wzrost liczby odnotowały SGKP z sektora handlu i przemysłu spożywczego.

Tabela 4.35 zawiera dane dotyczące udziału wartości rynkowej SGKP z poszczególnych branż. W grupie WLSE-32 zdecydowanie największy udział w obu analizowanych latach miały SGKP z branży ropa i gaz. W 2010 roku ich udział wynosił 28,1% udziału w kapitalizacji, zaś w 2022 roku ich udział zwiększył się do 39,1%, co związane jest ze wspomnianym wcześniej IPO spółki *Saudi Aramco*.

Szczególnie duży wzrost udziału w kapitalizacji SGKP tej branży można było zauważyć w krajach autorytarnych (wzrost o 47,4%) oraz EME (wzrost o 36,6%). SGKP z branży ropa i gaz odnotowały jedynie spadek udziału w podgrupie giełd ulokowanych w krajach o wadliwej

demokracji, co wynikało ze spadku wartości ich kapitalizacji. Przykładem dużego spadku wartości kapitalizacji jest spółka *Petrobras* (notowana na giełdzie w Brazylii), która w 2010 roku miała ok. 230 mld USD wartości kapitalizacji, a w 2022 roku jej kapitalizacja zmniejszyła się do ok. 69 mld USD.

Duży wzrost udziału w grupie WLSE-32 zanotowały także SGKP z branży handlu i przemysłu spożywczego, za co odpowiadały głównie spółki notowane na giełdach EME oraz reżimach autorytarnych, szczególnie producenci napojów alkoholowych notowanych na giełdach w Shenzen oraz Shanghaju (Chiny). Na uwagę zasługuje także znaczący spadek udziału w kapitalizacji podmiotów z trzech branż: poczta i telekomunikacja, energetyczna oraz górnictwo i metalurgia. Spółki z tych branż w latach 2010-2022 charakteryzowały się dość niskim wzrostem lub nawet w niektórych przypadkach spadkiem wartości kapitalizacji.

SGKP z branży górnictwo i metalurgia cechowały się znaczącym spadkiem udziału w kapitalizacji na giełdach w krajach EME, głównie z powodu spadku ich wartości. Szczególnym przykładem jest spółka *Vale*, której wartość kapitalizacji w 2010 roku wynosiła ponad 165 mld USD, zaś w 2022 spadła do 77 mld USD.

Na giełdach w krajach DME oraz o pełnej demokracji bardzo duży wzrost udziału w kapitalizacji zanotowały SGKP z branży maszyny i urządzenia. Wynikało to ze wzrostu wartości rynkowej spółek *Safran* i *Airbus*.

SGKP z branży finansowej utrzymały swój udział w ogólnej wartości kapitalizacji na niemal tym samym poziomie. W podziale na podgrupy giełd można zauważyć, że ich znaczenie wzrosło na giełdach w krajach DME oraz o wadliwych demokracjach, natomiast w pozostałych podgrupach ich udział w kapitalizacji spadł.

Zaś w grupie PCE zmiany udziału poszczególnych branż w liczbie SGKP były stosunkowo duże (tabela 4.36). Jednak ze względu na bardzo nieliczne zbiory SGKP w poszczególnych branżach trudno tu wyciągać jakieś ogólniejsze wnioski. Warto zauważyć jedynie wyraźny wzrost udziału w kapitalizacji SGKP z branży ropa i gaz. Wiązało to się ze wzrostem wartości rynkowej spółki PKN Orlen, częściowej nacjonalizacji węgierskiej spółki MOL oraz IPO rumuńskiego przedsiębiorstwa *Romgaz*. Spadek wartości zanotowały SGKP z branży energetycznej, co przełożyło się na znaczny spadek ich udziału w kapitalizacji.

#### **4.2.6. Zmiana obecności zagranicznych SGKP na giełdach papierów wartościowych**

W analizie obecności zagranicznych SGKP w latach 2010-2022, podobnie jak w analizie dotyczącej krajowych SGKP, grupa WLSE-32 zawiera 32 giełdy. Druga grupa zawiera 5 giełd z krajów PCE.

Liczba zagranicznych SGKP w grupie WLSE-32 zmieniła się nieznacznie. W porównaniu do 2010 roku, ze zbiorów Top 20 zniknęły trzy zagraniczne SGKP, zaś w 2022 roku do tych zbiorów zakwalifikowały się cztery nowe zagraniczne SGKP. Oznacza to, że w przeciwieństwie do krajowych SGKP, liczba zagranicznych SGKP wzrosła w badanym okresie, ale tylko o jeden podmiot.

Tabela 4.37 przedstawia zmianę liczby i udziału w kapitalizacji zagranicznych SGKP w grupie WLSE-32. Dane w niej zawarte wskazują, że ze względu na małe znaczenie tych podmiotów, w grupie WLSE-32 oraz wyróżnionych podgrupach, nie wystąpiły żadne istotne zmiany. Natomiast w grupie PCE dość istotnie (o ponad 30%) zmniejszył się udział zagranicznych SGKP w kapitalizacji, przy zachowaniu ich liczby bez zmian.

**Tabela 4.37.** Zmiana liczby i udziału w kapitalizacji zagranicznych SGKP w latach 2010-2022

|         | Liczba |      |     | Udział w kapital. (%) |      |       |
|---------|--------|------|-----|-----------------------|------|-------|
|         | 2010   | 2018 | zm. | 2009                  | 2018 | zm. % |
| WLSE-32 | 9      | 10   | 1   | 0,6                   | 0,6  | -     |
| DMEs    | 3      | 4    | 1   | 0,5                   | 0,7  | 40,0  |
| EMEs    | 6      | 6    | -   | 1,1                   | 0,5  | -54,6 |
| FuD     | 2      | 3    | 1   | 0,7                   | 0,3  | -57,1 |
| FwD     | 5      | 5    | -   | 0,6                   | 1,0  | 66,7  |
| ORg     | 2      | 2    | -   | 0,4                   | 0,2  | -50,0 |
| PCE     | 6      | 6    | -   | 10,3                  | 7,0  | -32,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

Liczba zagranicznych SGKP w analizowanym okresie nie zmieniła się znacząco na żadnej giełdzie z grupy WLSE. Gdy chodzi o giełdy w krajach PCE, to wzrost udziału zagranicznych SGKP w kapitalizacji został odnotowany wyłącznie na giełdzie w Sofii, natomiast na pozostałych giełdach ich udział znacznie spadł, szczególnie na giełdzie w Bukareszcie. Był on spowodowany wzrostem wartości pozostałych spółek oraz IPO dwóch przedsiębiorstw państwowych co spowodowało, że zagraniczne SGKP znacznie zmniejszyły swój udział w zbiorze Top 20. Zmiana udziału zagranicznych SGKP w krajach PCE została przedstawiona w tabeli 4.38.

**Tabela 4.38.** Zmiana udziału w kapitalizacji zagranicznych SGKP (%) na giełdach z grupy PCE, 2010-2022

| Kraj                         | 2010 | 2022 | Zm. %  |
|------------------------------|------|------|--------|
| <i>Warsaw SE</i>             | 9,0  | 5,3  | -41,4  |
| <i>Budapest SE</i>           | 9,4  | 4,1  | -56,5  |
| <i>Prague SE</i>             | 4,4  | -    | -100,0 |
| <i>Bulgarian SE</i>          | -    | 4,4  | -      |
| <i>Bursa de V. Bucuresti</i> | 47,6 | 23,1 | -51,5  |

Źródło: Opracowanie własne.

### 4.3. Analiza statystyczna oraz ekonometryczna

Na zakończenie czwartego rozdziału przedstawiam wyniki analizy statystyczno-ekonometrycznej. W pierwszej kolejności prezentuję zróżnicowanie obecności SGKP na rynkach giełdowych. Następnie przedstawiam zależności pomiędzy charakterystykami krajów, w których zlokalizowane są giełdy papierów wartościowych, a wielkościami udziałów państwa w SGKP oraz charakterystykami wykonywania uprawnień właścicielskich państwa wobec tych podmiotów. W ostatniej części przedstawiam rezultaty analizy korelacji oraz regresji wielorakiej między udziałem SGKP w kapitalizacji rynkowej giełd papierów wartościowych, a wskaźnikami charakteryzującymi otoczenie społeczno-gospodarcze, instytucjonalne oraz poziom rozwoju giełd.

#### 4.3.1. Zróżnicowanie obecności SGKP na badanych giełdach

Wyniki badań przedstawione w poprzednich częściach pracy wykazały zróżnicowaną obecność SGKP na giełdach papierów wartościowych, zaś celem analizy przedstawionej poniżej będzie ukazanie skali tego zróżnicowania. Jako miarę zróżnicowania zastosowałem współczynnik zmienności oraz podstawowe statystyki opisowe: najmniejszą i największą wartość w danej grupie, średnią oraz odchylenie standardowe. Statystyki te odnosiły się do wskaźników mierzących obecność SGKP na giełdach, czyli ich liczby oraz udziału w kapitalizacji spółek ze zbioru Top 20. Do analizy wykorzystałem dane z 2022 roku, obejmujące grupę WLSE (36 giełd wraz z podziałem na podgrupy) oraz grupę PCE (5 giełd).

W tabeli 4.39 zaprezentowałem statystyki opisowe oraz współczynniki zmienności dotyczące liczby SGKP w badanych grupach giełd.

**Tabela 4.39.** Statystyki opisowe oraz współczynniki zmienności dotyczące liczby SGKP w zbiorach Top 20

| Grupa    | Liczebność | M    | SD   | WZ     | Min. | Maks. |
|----------|------------|------|------|--------|------|-------|
| WLSE     | 138        | 3,83 | 3,86 | 102,35 | 0    | 17    |
| DME      | 47         | 2,18 | 2,61 | 119,72 | 0    | 9     |
| EME      | 91         | 5,56 | 4,23 | 76,08  | 0    | 17    |
| FuD      | 27         | 1,80 | 2,01 | 111,67 | 0    | 6     |
| FwD      | 52         | 3,65 | 3,30 | 90,41  | 0    | 10    |
| ORg      | 59         | 7,38 | 4,90 | 66,40  | 0    | 17    |
| PCE      | 17         | 3,40 | 2,88 | 84,71  | 0    | 7     |
| WLSE+PCE | 148        | 3,70 | 3,79 | 102,43 | 0    | 17    |

M – średnia; SD – odchylenie standardowe; WZ – współczynnik zmienności; Min. – wartość minimalna; Maks. – wartość maksymalna.

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki zawarte w tabeli 4.39 wskazują, że liczba SGKP jest silnie lub bardzo silnie zróżnicowana we wszystkich analizowanych grupach i podgrupach giełd. Grupa WLSE

wykazuje nieco większe zróżnicowanie liczby SGKP w porównaniu z grupą państw PCE. Największą wartość współczynnika zmienności odnotowałem na giełdach w krajach DME oraz w krajach o pełnej demokracji, pomimo najmniejszego rozstępu wartości (różnicy między wartością maksymalną a minimalną). Najniższy, choć nadal wysoki współczynnik zmienności, występuje na giełdach w krajach EME oraz w reżimach autorytarnych. Wyniki te podkreślają istotne różnice w liczbie SGKP w różnych uwarunkowaniach gospodarczych i politycznych.

Tabela 4.40 przedstawia statystyki opisowe oraz wartość współczynnika zmienności dla udziału SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 w badanych grupach i podgrupach giełd.

**Tabela 4.40.** Statystyki opisowe oraz współczynniki zmienności dotyczące udziału w kapitalizacji SGKP w zbiorach Top 20

| Grupa    | Liczebność | M     | SD    | WZ     | Min. | Maks. |
|----------|------------|-------|-------|--------|------|-------|
| WLSE     | 138        | 23,26 | 26,09 | 112,17 | 0    | 92,19 |
| DME      | 47         | 14,71 | 21,18 | 143,98 | 0    | 65,81 |
| EME      | 91         | 36,56 | 27,30 | 74,67  | 0    | 92,19 |
| FuD      | 27         | 10,48 | 17,88 | 170,61 | 0    | 65,81 |
| FwD      | 52         | 27,76 | 23,37 | 84,19  | 0    | 63,83 |
| ORg      | 59         | 44,10 | 32,51 | 73,72  | 0    | 92,19 |
| PCE      | 17         | 39,57 | 25,58 | 64,64  | 0    | 63,83 |
| WLSE+PCE | 148        | 24,55 | 26,22 | 106,80 | 0    | 92,19 |

M – średnia; SD – odchylenie standardowe; WZ – współczynnik zmienności; Min. – wartość minimalna; Maks. – wartość maksymalna.

Źródło: Opracowanie własne.

Podobnie jak w przypadku liczby SGKP, udział tych spółek w kapitalizacji wykazuje znaczne zróżnicowanie, od silnego do bardzo silnego. Najmniejsze zróżnicowanie udziału SGKP w kapitalizacji odnotowałem w grupie giełd ulokowanych w krajach PCE, jednak wartość wskaźnika i tak jest wysoka. Podobnie jak w przypadku liczby SGKP, największe zróżnicowanie ich udziału w kapitalizacji charakteryzowało podgrupy, w których obecność SGKP była mniejsza, czyli giełdy ulokowane w krajach DME oraz o pełnej demokracji. Jest to prawdopodobnie spowodowane tym, że w wymienionych podgrupach na wielu giełdach w zbiorach Top 20 nie było żadnej SGKP, podczas gdy na innych giełdach SGKP mają bardzo duże znaczenie (np. *Oslo Børs*, *Singapore Stock Exchange* czy też *Borsa Italiana*). Skutkuje to relatywnie dużym odchyleniem standardowym w relacji do średniej wartości udziału SGKP. W przeciwieństwie do tego, na giełdach w krajach o niższym poziomie rozwoju gospodarczego oraz słabszych instytucjach demokratycznych brak SGKP w zbiorach Top 20 jest rzadkim zjawiskiem, co przekłada się na mniejsze zróżnicowanie udziału SGKP w kapitalizacji.

Podsumowując, wyniki analizy wskazują na znaczną heterogeniczność obecności SGKP na giełdach papierów wartościowych, zarówno pod względem liczby, jak i udziału w kapitalizacji zbiorów Top 20. Zróżnicowanie to, zarówno pod względem ilościowym, jak i wartościowym,

jest widoczne nie tylko w całej próbie badawczej, lecz również wewnątrz poszczególnych grup i podgrup giełd. Trudno jednoznacznie wskazać główne przyczyny tych dysproporcji. Prawdopodobnymi determinantami obecności SGKP na giełdach są takie czynniki, jak uwarunkowania historyczne, polityka gospodarcza (w tym właścicielska), oraz poziom rozwoju rynków kapitałowych. Niemniej jednak szczegółowa analiza wpływu tych czynników wykracza poza zakres niniejszej rozprawy doktorskiej, dlatego może stanowić przyczynek do przyszłych badań.

#### 4.3.2. Związki między obecnością SGKP a wybranymi charakterystykami krajów i giełd

Celem analizy jest stwierdzenie, czy pomiędzy:

- charakterystykami krajów, w których zlokalizowane są giełdy papierów wartościowych (poziom rozwoju gospodarczego, poziom demokracji),
  - wielkością udziałów państwa w SGKP (większościowe, mniejszościowe),
  - zasadami wykonywania uprawnień właścicielskich państwa (sposób oraz rodzaj kontroli),
- istnieją wzajemne statystyczne związki i zależności. Do oceny tych związków zastosowałem współczynniki Phi oraz zbieżności V-Craméra<sup>296</sup>. W analizie przyjęto poziom istotności statystycznej  $\alpha = 0,05$ .

W tabeli 4.41 przedstawiłem częstość występowania SGKP natomiast tabela 4.42 zawiera wartości współczynnika Phi oraz zbieżności V-Craméra, które odzwierciedlają relacje między sposobem kontroli państwa w SGKP a charakterystykami krajów, w których zlokalizowane są giełdy<sup>297</sup>, oraz wielkością udziałów państwa w tych spółkach.

**Tabela 4.41.** Rozkład częstości między sposobem kontroli w SGKP a charakterystykami kraju ulokowania giełdy oraz poziomem udziałów państwa

| N=148                        | Grupa | Właścicielski | Właścicielski-lewarowany |
|------------------------------|-------|---------------|--------------------------|
| Poziom rozwoju gospodarczego | DME   | 32            | 16                       |
|                              | EME   | 38            | 62                       |
| Poziom demokracji kraju      | FuD   | 20            | 7                        |
|                              | FwD   | 31            | 31                       |
|                              | ORg   | 19            | 40                       |
| Poziom udziałów państwa      | wSGKP | 40            | 49                       |
|                              | mSGKP | 30            | 29                       |

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>296</sup> Współczynnik Phi mierzy siłę związku między dwiema zmiennymi binarnymi, podczas gdy V-Cramera rozszerza tę miarę na zmienne nominalne o większej liczbie kategorii; wskaźnik Phi stosuję w tabelach 2x2, a V-Cramera w większych tablicach wielodzielczych.

<sup>297</sup> W analizie związków między SGKP a wybranymi charakterystykami krajów i giełd uwzględniłem giełdy z krajów WLSE oraz PCE. Zasady podziału giełd z grupy WLSE przedstawiłem w rozdziale 3. W przypadku krajów PCE, do podgrup DME oraz FwD zaliczyłem giełdę w Czechach, zaś do podgrup EME i FwD giełdy w Bułgarii, Rumunii oraz Węgrzech.

**Tabela 4.42.** Wartości współczynników Phi i V-Cramera dla zależności między poziomem rozwoju gospodarczego, poziomem demokracji i wielkością udziałów państwa a sposobem kontroli państwa w SGKP, 2022

|                                   | Sposób kontroli       |         |
|-----------------------------------|-----------------------|---------|
|                                   | Wartość współczynnika | p-value |
| Współczynnik Phi                  |                       |         |
| Poziom rozwoju gosp.              | 0,269                 | 0,001*  |
| Poziom udziałów                   | 0,058                 | 0,481   |
| Współczynnik zbieżności V-Cramera |                       |         |
| Poziom demokracji                 | 0,300                 | 0,001*  |

p – istotność statystyczna testu, \* związek istotnie statystyczny.

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki wskazują na statystycznie istotny związek między poziomem rozwoju gospodarczego i poziomem demokracji w kraju lokalizacji giełdy a sposobem kontroli w SGKP. Na podstawie rozkładu częstości można stwierdzić, że w krajach słabiej rozwiniętych najczęstszą formą kontroli państwa nad SGKP jest model właścicielsko-lewarowany, co oznacza, że państwo w większości przypadków wykorzystuje mechanizmy zwiększające kontrolę nad spółkami. Należy jednak zauważyć, że siła tej zależności jest umiarkowana. Sytuacja ta prawdopodobnie wynika z mniej sprzyjającego ładu instytucjonalnego, który jest charakterystyczny dla krajów o niższym poziomie rozwoju gospodarczego i słabszych instytucjach demokratycznych. Niższa jakość ładu instytucjonalnego wpływa na ograniczone poszanowanie praw własności, co z kolei daje rządowi większe możliwości stosowania mechanizmów wzmacniających kontrolę nad spółkami.

Analiza dotycząca poziomu udziałów państwa w SGKP wykazała brak istotnego związku tej zmiennej ze sposobem kontroli państwa. Zarówno sposób właścicielsko-lewarowany, jak i właścicielski, jest stosowany niemal równie często w przypadku SGKP z udziałem mniejszościowym oraz większościowym państwa. Wynik ten jest zaskakujący, ponieważ teoretycznie posiadanie większościowych udziałów powinno umożliwiać pełną kontrolę nad spółką, co mogłoby ograniczać potrzebę stosowania dodatkowych mechanizmów wzmacniających kontrolę. Możliwym wyjaśnieniem tej sytuacji jest dążenie rządów do zabezpieczenia swojej kontroli nad spółkami w przypadku ewentualnej redukcji udziałów w przyszłości. Taka strategia może być motywowana potrzebą zachowania wpływu na kluczowe sektory gospodarki.

Kolejne dwie tabele (4.43 oraz 4.44) przedstawiają odpowiednio częstość występowania, oraz wartości współczynnika zbieżności V-Craméra, określające relacje pomiędzy rodzajem kontroli w SGKP a wcześniej wymienionymi charakterystykami gospodarek oraz poziomem udziałów państwa w SGKP.

**Tabela 4.43.** Rozkład częstości między rodzajem kontroli w SGKP a poziomem udziałów państwa i charakterystykami kraju ulokowania giełdy.

| N=148                   |       | Bezpośre-<br>dnia | Pośrednia | Bezpośr/<br>Pośr. |
|-------------------------|-------|-------------------|-----------|-------------------|
| Poziom rozwoju gospod.  | DME   | 20                | 20        | 8                 |
|                         | EME   | 38                | 49        | 13                |
| Poziom demokracji kraju | FuD   | 15                | 6         | 6                 |
|                         | FwD   | 24                | 29        | 9                 |
|                         | ORg   | 19                | 34        | 6                 |
| Poziom udziałów państwa | wSGKP | 35                | 43        | 11                |
|                         | mSGKP | 23                | 26        | 10                |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.44.** Wartości współczynnika V-Cramera dla zależności między poziomem rozwoju gospodarczego, poziomem demokracji, udziałem państwa a rodzajem kontroli państwa w SGKP, 2022.

|                              | Rodzaj kontroli       |         |
|------------------------------|-----------------------|---------|
|                              | Wartość współczynnika | p-value |
| Poziom rozwoju gospodarczego | 0,073                 | 0,673   |
| Poziom demokracji kraju      | 0,179                 | 0,050*  |
| Poziom udziałów państwa      | 0,067                 | 0,717   |

p – istotność statystyczna testu, \* związek istotnie statystyczny

Źródło: Opracowanie własne.

W analizie zaobserwowałem istotną statystycznie zależność jedynie między rodzajem kontroli a poziomem demokracji kraju, w którym zlokalizowana jest giełda. Jednak siła tej zależności jest bardzo słaba. W krajach o pełnej demokracji dominuje kontrola bezpośrednia, podczas gdy w krajach o wadliwej demokracji oraz systemach autorytarnych częściej stosowana jest kontrola pośrednia. Przyczyny takich wyników nie są jednoznaczne. Możliwe, że w krajach niedemokratycznych częściej mogła zachodzić prywatyzacja pozorna<sup>298</sup>, która polega na cedowaniu akcji na inne podmioty, które de facto pozostają pod kontrolą rządu. Takie rozwiązanie może być stosowane w celu zmniejszenia przejrzystości struktur właścicielskich i zarządczych. Pośrednia własność może również być zwykle napędzana chęcią uzyskania zwrotu z inwestycji, a nie potrzebą łagodzenia zawodności rynku<sup>299</sup>.

Ostatnie dwie tabele (4.45 i 4.46) przedstawiają częstość występowania oraz wartości współczynnika Phi oraz zbieżności V-Craméra, odnoszące się do zależności pomiędzy poziomem udziałów państwa w SGKP a poziomem rozwoju gospodarczego i poziomem demokracji w krajach, w których zlokalizowane są giełdy.

<sup>298</sup> P. Kozarzewski, *Polityka właścicielska...*, s. 88.

<sup>299</sup> A. Cuervo-Cazurra, C. Li, *State ownership and internationalization: The advantage and disadvantage of stateness*, „Journal of World Business”, 2021, 56(1).

**Tabela 4.45.** Rozkład częstości między poziomem udziałów państwa w SGKP a charakterystykami kraju ulokowania giełdy

| N=148                   |     | wSGKP | mSGKP |
|-------------------------|-----|-------|-------|
| Poziom rozwoju gospod.  | DME | 22    | 26    |
|                         | EME | 67    | 33    |
| Poziom demokracji kraju | FuD | 10    | 17    |
|                         | FwD | 36    | 26    |
|                         | ORg | 43    | 16    |

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.46.** Wartości współczynników Phi i V-Cramera dla zależności między poziomem rozwoju gospodarczego i demokracji w kraju a poziomem udziałów państwa w SGKP, 2022

|                              | Poziom udziałów       |         |
|------------------------------|-----------------------|---------|
|                              | Wartość współczynnika | p-value |
| Współczynnik Phi             |                       |         |
| Poziom rozwoju gospodarczego | 0,202                 | 0,014*  |
| Współczynnik V-Cramera       |                       |         |
| Poziom demokracji            | 0,261                 | 0,006*  |

p – istotność statystyczna testu, \* związek istotnie statystyczny

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki analizy wskazują na istnienie zależności między poziomem udziałów państwowych a poziomem rozwoju gospodarczego, jak i poziomem demokracji w kraju lokalizacji giełdy. Rozkład częstości wskazuje, że w krajach słabiej rozwiniętych oraz o słabszych instytucjach demokratycznych, częstsza jest obecność SGKP, w których państwa posiadają ponad 50% udziałów. Siła tych zależności jest jednak dość słaba. Może to wynikać z faktu, że na giełdach w słabiej rozwiniętych gospodarkach rozproszenie akcjonariuszy jest znacznie mniejsze niż na giełdach w krajach rozwiniętych, co zmusza rządy do utrzymywania większego poziomu udziałów, aby skutecznie kontrolować spółki. Alternatywnym wytłumaczeniem może być preferencja rządów w słabiej rozwiniętych i mniej demokratycznych gospodarkach do sprawowania większej kontroli nad strategicznymi przedsiębiorstwami, co jest łatwiejsze do osiągnięcia poprzez posiadanie wyższych udziałów własnościowych. Taki model może być preferowany w celu zabezpieczenia interesów państwowych oraz minimalizowania ryzyka wpływu prywatnych akcjonariuszy na decyzje strategiczne w przedsiębiorstwach kluczowych dla gospodarki danego kraju.

### 4.3.3. Analiza ekonometryczna

#### 4.3.3.1. Charakterystyka używanych wskaźników

Na zakończenie rozdziału przedstawiam wyniki analizy zależności pomiędzy wskaźnikami dotyczącymi udziału SGKP w kapitalizacji giełd papierów wartościowych a wskaźnikami

charakteryzującymi „otoczenie SGKP”, obejmującymi system społeczno-ekonomiczny, jakość ładu instytucjonalnego oraz poziom rozwoju giełd papierów wartościowych. Celem tej analizy było zbadanie i określenie stopnia oraz kierunku związku między wybranymi zmiennymi a udziałem SGKP w kapitalizacji giełd. W badaniu wykorzystałem cztery grupy zmiennych (łącznie 22 wskaźniki).

Zmienną charakteryzującą obecność SGKP na giełdach był udział SGKP w kapitalizacji Top 20. Druga grupa wskaźników charakteryzowała system społeczno-gospodarczy:

- zmiana nominalnego PKB w latach 2010-2022 (w %),
- nominalne PKB per capita w roku 2022,
- nominalna wartość PKB w roku 2022 (w mld USD),
- HDI w roku 2022,
- zmiana HDI w latach 2010-2022 (w %).

Kolejne zmienne charakteryzowały jakość systemu instytucjonalnego w kraju ulokowania giełdy:

- *property rights* (składnik *Index of Economic Freedom*),
- *government integrity* (składnik *Index of Economic Freedom*),
- *judicial effectiveness* (składnik *Index of Economic Freedom*),
- *tax burden* (składnik *Index of Economic Freedom*),
- *government spending* (składnik *Index of Economic Freedom*),
- *Index of Economic Freedom*,
- *voice and accountability* (składnik *Worldwide Governance Index*),
- *political stability* (składnik *Worldwide Governance Index*),
- *government effectiveness* (składnik *Worldwide Governance Index*),
- *regulatory quality* (składnik *Worldwide Governance Index*),
- *rule of law* (składnik *Worldwide Governance Index*),
- *control of corruption* (składnik *Worldwide Governance Index*),
- *Worldwide Governance Index*<sup>300</sup>.

Ostatnią grupą wskaźników były zmienne charakteryzujące poziom rozwoju giełdy papierów wartościowych:

- kapitalizacja giełdy (w mld USD),
- kapitalizacja giełdy w stosunku do PKB nominalnego,

---

<sup>300</sup> Szczegółowy opis wskaźników składowych WGI zamieszczono na stronie <http://www.govindicators.org/>, a wskaźników IEF na stronie <https://www.heritage.org/index/>

- stosunek wartości transakcji przeprowadzonych na giełdzie do PKB nominalnego.

#### 4.3.3.2. Test normalności rozkładu oraz analiza korelacji

W pierwszym etapie analizy, w celu dobrania odpowiedniego rodzaju testów statystycznych, przeprowadziłem ocenę rozkładów zmiennych ilościowych. Aby określić normalność rozkładu obliczyłem podstawowe statystyki opisowe oraz zastosowałem test Shapiro-Wilka. Poziom istotności testu Shapiro-Wilka przyjęty w tej części analizy również wynosi  $\alpha = 0,05$ . Wyniki przeprowadzonej analizy zostały przedstawione w tabeli 4.47.

**Tabela 4.47.** Podstawowe statystyki opisowe badanych zmiennych wraz z testem Shapiro-Wilka (N = 40)

| Zmienna                           | M       | Me      | SD      | Sk.   | Kurt. | Min.   | Maks.                | W    | p       |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|-------|-------|--------|----------------------|------|---------|
| Udział SGKP 2022 (%)              | 24,55   | 12,06   | 26,22   | 0,93  | 0,06  | 0,00   | 92,19                | 0,86 | <0,001* |
| Zmiana PKB 2010-2022              | 58,28   | 44,95   | 56,15   | 1,18  | 1,05  | -26,09 | 195,10               | 0,89 | <0,001* |
| PKB_2022 (mld USD)                | 3741,36 | 1058,99 | 6799,01 | 2,43  | 4,71  | 90,35  | 25439,7              | 0,53 | <0,001* |
| PKB PC (tys. USD)                 | 35,78   | 31,43   | 27,64   | 0,78  | -0,14 | 2,41   | 108,72               | 0,92 | 0,006*  |
| HDI 2022                          | 0,86    | 0,91    | 0,09    | -0,84 | -0,36 | 0,64   | 0,97                 | 0,89 | <0,001* |
| Zmiana HDI 2010-2022              | 3,76    | 3,20    | 2,29    | 1,60  | 2,47  | 0,50   | 10,60                | 0,83 | <0,001* |
| <i>Property Rights</i>            | 73,63   | 81,50   | 22,75   | -0,41 | -1,61 | 36,80  | 99,60                | 0,83 | <0,001* |
| <i>Government Integrity</i>       | 62,50   | 60,10   | 22,32   | 0,17  | -1,48 | 29,70  | 99,50                | 0,91 | 0,004*  |
| <i>Judicial effectiveness</i>     | 67,26   | 69,55   | 24,20   | -0,23 | -1,39 | 25,60  | 98,00                | 0,90 | 0,002*  |
| <i>Tax Burden</i>                 | 71,39   | 72,40   | 14,12   | -0,16 | -0,43 | 42,30  | 99,30                | 0,98 | 0,748   |
| <i>Government spending</i>        | 55,75   | 55,90   | 22,92   | -0,31 | -0,49 | 0,50   | 91,20                | 0,97 | 0,261   |
| <i>Index of Economic Freedom</i>  | 67,48   | 68,15   | 9,93    | -0,38 | -0,64 | 48,00  | 84,40                | 0,96 | 0,189   |
| <i>Voice and Accountability</i>   | 0,45    | 0,69    | 0,98    | -0,78 | -0,36 | -1,61  | 1,77                 | 0,91 | 0,004*  |
| <i>Political Stability</i>        | 0,20    | 0,37    | 0,68    | -0,38 | -0,81 | -1,29  | 1,46                 | 0,96 | 0,130   |
| <i>Government Effectiv.</i>       | 0,85    | 1,04    | 0,78    | -0,25 | -0,99 | -0,70  | 2,14                 | 0,96 | 0,116   |
| <i>Regulatory Quality</i>         | 0,80    | 0,98    | 0,84    | -0,36 | -0,96 | -1,14  | 2,21                 | 0,94 | 0,030*  |
| <i>Rule of Law</i>                | 0,73    | 0,88    | 0,85    | -0,38 | -1,00 | -1,20  | 1,90                 | 0,93 | 0,015*  |
| <i>Control of Corruption</i>      | 0,68    | 0,68    | 0,98    | 0,03  | -1,27 | -1,01  | 2,40                 | 0,95 | 0,058   |
| <i>Worldwide Governance Index</i> | 0,62    | 0,67    | 0,78    | -0,23 | -1,21 | -1,03  | 1,76                 | 0,94 | 0,026*  |
| Kapitał. giełdy (mld USD)         | 2412,33 | 732,97  | 4514,77 | 3,73  | 15,26 | 5,94   | 24060,3 <sub>9</sub> | 0,52 | <0,001* |
| Kapitalizacja giełdy do PKB       | 0,85    | 0,62    | 0,69    | 1,19  | 0,98  | 0,07   | 2,89                 | 0,88 | <0,001* |
| Wartość transakcji do PKB         | 0,55    | 0,41    | 0,51    | 1,35  | 2,03  | 0,00   | 2,24                 | 0,87 | <0,001* |

M – średnia; Me – mediana; SD – odchylenie standardowe; Sk. – skośność; Kurt. – kurtoza; Min. – wartość minimalna; Maks. – wartość maksymalna; W – wynik testu Shapiro-Wilka; p – istotność statystyczna testu Shapiro-Wilka; \* – wynik istotny statystycznie.

Źródło: Opracowanie własne.

Wynik testu Shapiro-Wilka w przypadku większości wprowadzonych zmiennych okazał się istotny statystycznie, co oznaczało, że ich rozkłady istotnie odbiegały od rozkładu normalnego. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że skośność rozkładu tych zmiennych w większości nie przekraczała wartości bezwzględnej równej 2, co oznaczało, że ich rozkłady były asymetryczne

w nieznacznym stopniu<sup>301</sup>. Wyjątek stanowiły jedynie zmienne PKB w 2022 roku oraz kapitalizacja giełdy (mld USD), w których wysoka dodatnia wartość skośności wskazywała na znaczną prawostronną asymetrię rozkładu. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że zmienna udział SGKP w kapitalizacji nie odbiegała istotnie kształtem od kształtu krzywej Gaussa, zasadne było przeprowadzenie dalszych analiz w oparciu o testy parametryczne. Jedynie w przypadku analizy zależności między zmienną opisującą udział SGKP w kapitalizacji a zmiennymi PKB w 2022 roku oraz kapitalizacją giełdy zastosowałem nieparametryczną miarę korelacji rang Spearmana.

Tabela 4.48 przedstawia wyniki analizy korelacji przeprowadzonej dla 40 giełd papierów wartościowych.

**Tabela 4.48.** Wartość korelacji wskaźników ze zmienną udział SGKP na giełdzie w 2022 roku (N = 40)

| Zmienna                   | wartość | p      |
|---------------------------|---------|--------|
| Zmiana PKB 2010-2022 (%)  | 0,297   | 0,031* |
| PKB 2022 (mld USD)        | -0,196  | 0,113  |
| PKB per capita 2022       | -0,217  | 0,089  |
| HDI 2022                  | -0,206  | 0,202  |
| Zmiana HDI 2010-2022 (%)  | 0,383   | 0,015* |
| Properthy Rights          | -0,367  | 0,010* |
| Government Integrity      | -0,336  | 0,017* |
| Judicial effectiveness    | -0,422  | 0,003* |
| Tax Burden                | 0,382   | 0,007* |
| Government spending       | 0,040   | 0,404  |
| Index of Economic Freedom | -0,353  | 0,013* |

| Zmienna                           | wartość | p       |
|-----------------------------------|---------|---------|
| <i>Voice and Accountability</i>   | -0,525  | <0,001* |
| <i>Political Stability</i>        | -0,086  | 0,299   |
| <i>Government Effectiveness</i>   | -0,225  | 0,082   |
| <i>Regulatory Quality</i>         | -0,352  | 0,013*  |
| <i>Rule of Law</i>                | -0,281  | 0,039*  |
| <i>Control of Corruption</i>      | -0,273  | 0,044*  |
| <i>Worldwide Governance Index</i> | -0,329  | 0,019*  |
| Kap. giełdy (mld USD)             | -0,285  | 0,037*  |
| Kapitalizacja giełdy do PKB       | -0,194  | 0,115   |
| Wartość transakcji do PKB         | -0,264  | 0,050*  |

p – istotność statystyczna

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza wykazała, że udział SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 jest statystycznie istotnie skorelowany z 14 zmiennymi. Większość z tych wskaźników to zmienne charakteryzujące system ładu instytucjonalnego w kraju, w którym zlokalizowana jest giełda papierów wartościowych. Siły korelacji były jednak, w zależności od wskaźnika, umiarkowane lub słabe. Najsilniejsza korelacja wystąpiła między udziałem SGKP a wskaźnikiem *Voice and Accountability*, który jest częścią *Worldwide Governance Index*. Wskaźnik ten odzwierciedla stopień, w jakim obywatele danego kraju mogą uczestniczyć w wyborze rządu, a także poziom wolności słowa, wolności zrzeszania się oraz wolności mediów.

Nieco słabszą, lecz wciąż istotną korelację z udziałem SGKP, odnotowałem w przypadku zmiennej *Judicial Effectiveness*, będącej składnikiem *Index of Economic Freedom*. Zmienna ta jest miarą niezależności sądownictwa, jakości procesu sądowego oraz postrzegania jakości

<sup>301</sup> D. George, M. Mallery, *SPSS for windows step by step: a simple guide and reference*, 17.0 update (10a ed.). Routledge, Nowy Jork, 2010.

usług publicznych i niezależności służby cywilnej.

Ogólnie rzecz biorąc, wartości korelacji między udziałem SGKP a wskaźnikami z grupy jakości ładu instytucjonalnego sugerują, że im słabszy jest system ładu instytucjonalnego, tym większy jest udział SGKP w kapitalizacji giełd. Analizując dotychczasową literaturę przedmiotu dotyczącą obecności przedsiębiorstw państwowych w gospodarkach<sup>302</sup>, można było oczekiwać takich wyników. Oznacza to, że kraje o słabszej jakości ładu instytucjonalnego charakteryzują się wyższym udziałem SGKP w kapitalizacji giełd w porównaniu do krajów z lepszym ładem instytucjonalnym.

Należy również podkreślić, że udział SGKP wykazuje dodatnią, choć słabą korelację z poziomem wskaźnika obciążenia podatkowego *Tax Burden*, będącego jednym z elementów *Index of Economic Freedom*. Wskaźnik ten odzwierciedla łączny poziom obciążeń podatkowych, zarówno dla osób fizycznych, jak i prawnych, w odniesieniu do PKB. Otrzymany wynik sugeruje, że wyższy udział SGKP może być charakterystyczny dla rynków kapitałowych w krajach, gdzie polityka fiskalna odgrywa istotną rolę. Jednakże analiza korelacji nie potwierdziła tej zależności w odniesieniu do zmiennej *Government Spending*, która mierzy poziom wydatków publicznych. Korelacja między udziałem SGKP a poziomem wydatków publicznych okazała się statystycznie nieistotna.

W przypadku wskaźników charakteryzujących rozwój społeczno-ekonomiczny jedynie dwie z pięciu zmiennych wykazały istotne statystycznie korelacje z udziałem SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20. Były to zmiana PKB oraz zmiana HDI w latach 2010-2022. Wyniki te sugerują, że wyższy udział SGKP jest związany z giełdami zlokalizowanymi w krajach, które przechodzą dynamiczne procesy rozwoju społeczno-gospodarczego. Jest to prawdopodobnie potwierdzeniem wcześniejszych analiz, które wykazały, że wyższy udział SGKP występuje na giełdach w krajach o niższym poziomie rozwoju, które z reguły charakteryzują się wyższym tempem zmian społeczno-gospodarczych.

W przypadku zmiennych charakteryzujących poziom rozwoju giełd papierów wartościowych istotne statystycznie okazała się korelacja między udziałem SGKP a płynnością giełdy (mierzoną jako wartość obrotów na giełdzie w stosunku do PKB) oraz wartością kapitalizacji giełdy (w mld USD). W obu przypadkach wartości korelacji były ujemne, co sugeruje, że wyższy udział SGKP jest związany z giełdami o mniejszej wartości kapitalizacji oraz mniejszej płynności, a zatem z giełdami słabiej rozwiniętymi. Większy udział SGKP na mniej rozwiniętych rynkach może być spowodowany, mniejszą aktywnością inwestorów

---

<sup>302</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *State-owned enterprises...*, op. cit., s. 274.

prywatnych, co wynika z ich obaw dotyczących słabego zarządzania przez państwo oraz problemów związanych z asymetrią informacji<sup>303</sup>. Z drugiej strony, notowanie SGKP na giełdach może być strategią mającą na celu wspieranie rozwoju mniej rozwiniętych rynków kapitałowych<sup>304</sup>. W związku z tym trudno jednoznacznie określić związek przyczynowo skutkowy między udziałem SGKP a poziomem rozwoju giełd papierów wartościowych. Jednakże wydaje się, że znaczący wpływ na ten związek mają cechy instytucjonalnego otoczenia kraju, w którym zlokalizowana jest giełda<sup>305</sup>.

#### 4.3.3.3. Model regresji

W ostatniej części podrozdziału prezentuje wyniki analizy ekonometrycznej, w której utworzyłem model regresji. Celem analizy była weryfikacja, w jaki sposób zmienne niezależne, czyli wskaźniki charakteryzujące system społeczno-gospodarczy, wskaźniki charakteryzujące jakość systemu instytucjonalnego kraju oraz poziom rozwoju giełd papierów wartościowych (wymienione na początku punktu 4.3.3) wpływają na wartość zmiennej zależnej, czyli udział SGKP w kapitalizacji zbioru Top 20.

Na początku utworzyłem model regresji (przedstawiony w tabeli 4.49), który obejmował wszystkie wymienione zmienne. Wyjaśniał on udział SGKP w kapitalizacji giełd na podstawie zmiennych społeczno-ekonomicznych, charakteryzujących system instytucjonalny i poziomu rozwoju giełdy (N = 40).

Model okazał się dobrze dopasowany do danych:  $F(20; 39) = 2,43$ ;  $p = 0,029$ ;  $R^2_{adj.} = 0,422$ . Jednak większość wprowadzonych predyktorów okazała się silnie współliniowa (wskaźnik VIF > 5,00). Niewielką współliniowość odnotowałem jedynie w przypadku „kapitalizacji giełdy do PKB” ( $1,00 < VIF < 5,00$ ). Biorąc pod uwagę również fakt niewielkiej grupy badanej do dalszej analizy postanowiłem włączyć jedynie wskaźniki ogólne charakteryzujące system instytucjonalny.

---

<sup>303</sup> A. Shleifer, R.W. Vishny, *A Survey of corporate governance*, „The Journal of Finance”, 1997, 52(2).; W.L. Megginson, J.M. Netter, *From state to market: A survey of empirical studies on privatization*, „Journal of economic literature”, 2001, 39(2); W.L. Megginson, *Privatization, state capitalism, and state ownership of business in the 21st century*, „Foundations and Trends in Finance”, 2017, 11(1-2).

<sup>304</sup> A. C. Silva, A. Nerlich, *Listing state-owned ...*, op. cit., s. 7.

<sup>305</sup> N. Boubakri, R.R. Chen, S. El Ghoul, O. Guedhami, R. Nash, *State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization*, „Journal of Corporate Finance”, 2020, 65.

**Tabela 4.49.** Pierwszy utworzony model regresji

| Predyktory                       | <i>B</i> | <i>SE</i> | <i>Beta</i> | <i>t</i> | <i>P</i> | <i>VIF</i> |
|----------------------------------|----------|-----------|-------------|----------|----------|------------|
| (Stała)                          | -62,80   | 129,138   |             | -0,49    | 0,63     |            |
| Zmiana PKB 2010-2022 (%)         | 0,94     | 0,185     | 0,21        | 0,51     | 0,62     | 10,61      |
| PKB_2022 (mld USD)               | -0,01    | 0,00      | -0,29       | -0,60    | 0,55     | 15,96      |
| PKB per capita 2022              | 0,00     | 0,00      | 0,38        | 0,97     | 0,35     | 10,17      |
| HDI 2022                         | 100,50   | 147,4     | 0,34        | 0,69     | 0,50     | 16,41      |
| Zmiana HDI 2010-2022 (%)         | 2,63     | 3,45      | 0,23        | 7,62     | 0,46     | 6,12       |
| <i>Properthy Rights</i>          | -1,31    | 0,75      | -1,12       | -1,74    | 0,10     | 28,71      |
| <i>Government Integrity</i>      | 1,52     | 1,49      | 1,30        | 1,02     | 0,32     | 108,52     |
| <i>Judical effectiveness</i>     | 0,35     | 0,68      | 0,33        | 0,52     | 0,61     | 26,69      |
| <i>Tax Burden</i>                | 0,39     | 0,53      | 0,21        | 0,75     | 0,47     | 5,45       |
| <i>Government spending</i>       | -0,478   | 0,39      | -0,42       | -1,22    | 0,24     | 7,94       |
| <i>Index of Economic Freedom</i> | -0,24    | 1,63      | -0,09       | -0,15    | 0,88     | 25,59      |
| <i>Voice and Accountability</i>  | -19,56   | 16,95     | -0,73       | -1,14    | 0,26     | 26,85      |
| <i>Political Stability</i>       | 31,40    | 15,34     | 0,81        | 2,04     | 0,06     | 10,69      |
| <i>Government Effectiveness</i>  | 6,16     | 19,38     | 0,18        | 0,32     | 0,75     | 22,15      |
| <i>Regulatory Quality</i>        | -10,59   | 23,33     | -0,34       | -0,45    | 0,66     | 37,32      |
| <i>Rule of Law</i>               | 44,15    | 26,90     | 1,43        | 1,64     | 0,12     | 51,41      |
| <i>Control of Corruption</i>     | -68,75   | 35,85     | -2,58       | -1,92    | 0,70     | 121,86     |
| Kap. giełdy (mld USD)            | 0,00     | 0,00      | 0,15        | 0,31     | 0,76     | 15,01      |
| Kapitalizacja giełdy do PKB      | -4,25    | 8,23      | -0,11       | -0,52    | 0,61     | 3,19       |
| Wartość transakcji do PKB        | -16,19   | 14,42     | -0,32       | -1,12    | 0,23     | 5,37       |

B – współczynnik niestandardyzowany regresji; SE – błąd standardowy; Beta – współczynnik standaryzowany regresji; t – wynik testu t Studenta; F – wynik analizy wariancji; R<sup>2</sup>adj. – skorygowane R-kwadrat

Źródło: Opracowanie własne.

Zatem do powtórnie utworzonego modelu za predyktory przyjąłem zmienne społeczno-ekonomiczne tj. PKB\_2022 (mld USD), zmiana nominalnego PKB w latach 2010-2022, nominalne PKB per capita 2022 r., HDI w 2022 r., zmiana HDI w latach 2010-2022 r.; zmienne charakteryzujące system instytucjonalny tj. *Index of Economic Freedom*, *Worldwide Governance Index* oraz zmienne charakteryzujące poziom rozwoju giełdy papierów wartościowych tj. kapitalizacja giełdy, kapitalizacja giełdy w stosunku do PKB nominalnego, stosunek wartości transakcji przeprowadzonych na giełdzie do PKB nominalnego. Ponadto w celu selekcji zmiennych objaśniających o najwyższej mocy predykcji zastosowałem model hierarchiczny z wykorzystaniem metody eliminacji wstecznej. Wyniki ostatecznie uzyskanego modelu zaprezentowałem w tabeli 4.50.

**Tabela 4.50.** Ostateczny model regresji wyjaśniający udział SGKP w kapitalizacji giełd

| Predyktory                                       | <i>B</i> | <i>SE</i> | <i>Beta</i> | <i>t</i> | <i>p</i> | <i>F</i> | <i>p</i> | <i>R</i> <sup>2</sup> <sub>adj.</sub> |
|--------------------------------------------------|----------|-----------|-------------|----------|----------|----------|----------|---------------------------------------|
| (Stała)                                          | 15,10    | 7,63      |             | 1,98     | 0,050    | 6,70     | 0,003    | 0,226                                 |
| Zmiana HDI 2010-2022                             | 5,16     | 1,64      | 0,45        | 3,14     | 0,003    |          |          |                                       |
| Wartość transakcji na giełdzie w stosunku do PKB | -17,96   | 7,34      | -0,35       | -2,45    | 0,019    |          |          |                                       |

B – współczynnik niestandardyzowany regresji; SE – błąd standardowy; Beta – współczynnik standaryzowany regresji; t – wynik testu t Studenta; F – wynik analizy wariancji; R<sup>2</sup><sub>adj.</sub> – skorygowane R-kwadrat

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza wykazała, że ostatecznie utworzony model wyjaśniał 22,6% wariancji zmiennej zależnej. Wartość tego wskaźnika sugeruje, że model wyjaśnia tylko niewielką część zmienności zmiennej zależnej.

Istotnymi statystycznie predyktorami dla udziału SGKP w kapitalizacji giełd okazały się zmiana HDI 2010-2022, oraz wartość obrotów na giełdzie w stosunku do PKB. Dodatnia wartość współczynnika Beta w przypadku zmiany HDI 2010-2022 wskazywała na to, że udział SGKP w kapitalizacji giełd wzrastał wraz z wielkością zmiany wskaźnika HDI w latach 2010-2022. Tak jak wskazałem to w poprzedniej części pracy, prawdopodobnie wynika to z faktu, że udział SGKP jest większy na giełdach, w krajach słabiej rozwiniętych, i które charakteryzują się większą dynamiką procesów rozwoju społeczno-gospodarczego.

Natomiast ujemna wartość współczynnika Beta w przypadku wartości obrotów na giełdzie w stosunku do PKB wskazywała na to, że udział SGKP w kapitalizacji giełd spadał wraz ze wzrostem płynności obrotów na giełdzie papierów wartościowych. Należy jednak przypomnieć, że trudno wskazać, czy jest to przyczyną, czy skutkiem obecności SGKP, dlatego obszar ten wymaga dalszych badań.

## **5. Wnioski i uwagi końcowe**

### **5.1. Synteza wyników badań**

W ostatnim rozdziale, który ma charakter podsumowania, wyciągam wnioski badawcze z całości pracy. Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny, łączy w sobie zarówno analizę teoretyczną, jak i badania oparte na danych empirycznych. W części teoretycznej dokonałem przeglądu literatury przedmiotu, identyfikacji kluczowych pojęć oraz określenia zależności pomiędzy nimi, co stworzyło podstawę do analizy dalszych zagadnień. Część empiryczna przedstawia oryginalne badania własne i ich wyniki.

#### **5.1.1. Wnioski z części teoretycznej**

1. W pierwszym rozdziale pracy wykazałem, że współcześnie państwo odgrywa ważną rolę na rynku kapitałowym, ze szczególnym uwzględnieniem giełd papierów wartościowych, które są jego podstawowym elementem. W podrozdziale 1.2, na podstawie badań literaturowych oraz własnych, wyróżniłem trzy funkcje państwa w tym obszarze. Pierwsza z nich dotyczy sfery regulacyjnej. Rynek kapitałowy, podobnie jak inne rynki, cechuje się określonymi zawodnościami, które mogą negatywnie wpływać na jego prawidłowe funkcjonowanie. W odpowiedzi na te niedoskonałości rządy wdrażają zestaw regulacji mających na celu zapewnienie stabilności oraz sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego. Regulacje nie zawsze okazują się w pełni skuteczne, co prowadzi do możliwości wystąpienia wstrząsów lub zaburzeń na rynku kapitałowym, zagrażających stabilności gospodarki realnej. W sytuacji, gdy wystąpią takie wstrząsy, państwo często podejmuje interwencje w celu złagodzenia zakłóceń i zahamowaniu ich transmisji do gospodarki realnej. Zatem druga funkcja państwa na rynku kapitałowym polega na jego stabilizacji, m.in. poprzez podejmowanie ratunkowych nacjonalizacji lub innego rodzaju interwencji kapitałowych. Trzecia funkcja – partycypacyjna – wiąże się z faktem, że państwo jest jednym z uczestników rynku kapitałowego, na którym realizuje swoje zadania związane z polityką budżetową, pieniężną oraz co istotne, polityką właścicielską. Państwo jako uczestnik transakcji może sprzedawać lub nabywać udziały w spółkach giełdowych. Wszystkie wymienione funkcje odzwierciedlają złożoną rolę, jaką państwo odgrywa w zapewnianiu sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego, jego stabilności oraz aktywnego uczestnictwa w procesach rynkowych, co ma kluczowe znaczenie dla stabilności i rozwoju całej gospodarki.

2. W wyniku realizacji przez państwo funkcji interwencyjnej i partycypacyjnej na giełdach papierów wartościowych istnieją spółki, w których państwa posiadają udziały właścicielskie.

Tego rodzaju spółki można podzielić na dwie główne grupy. Pierwsza z nich to spółki, w których przy posiadaniu niewielkich udziałów państwowy akcjonariusz ma nieznaczący, mniejszy niż inni akcjonariusze, wpływ na ich funkcjonowanie. Druga grupa obejmuje spółki, w których państwo, poprzez swój znaczący pakiet udziałów, a także innymi drogami (poprzez mechanizmy lewarowania kontroli), sprawuje kontrolę korporacyjną nad ich działalnością. Ta druga grupa to spółki giełdowe kontrolowane przez państwo (SGKP).

3. W rozprawie przedstawiłem, iż kontrola korporacyjna w SGKP może być realizowana na dwa sposoby. Pierwszym jest kontrola właścicielska, która charakteryzuje się sprawowaniem kontroli jedynie za pomocą praw wynikających z akcji. W tym przypadku wpływ państwa na zarządzanie spółką jest z reguły proporcjonalny do wielkości posiadanych udziałów, bez korzystania z dodatkowych mechanizmów wzmacniających kontrolę. Drugim jest tzw. kontrola właścicielska-lewarowana, która wynika nie tylko z posiadanych akcji, ale co istotne, także z zastosowania mechanizmów lewarowania kontroli.

4. W pracy wyróżniłem trzy rodzaje kontroli. Pierwszy z nich to kontrola bezpośrednia, co oznacza, że prawa własności wykonywane są wprost przez organ rządowy (np. ministerstwo), organ samorządowy lub specjalnie powołaną do tego agencję państwową, która jest częścią administracji rządowej.

Stosunkowo często kontrola korporacyjna państwa nad daną spółką sprawowana jest pośrednio. Sytuacja taka ma miejsce, gdy państwo sprawuje kontrolę korporacyjną nad podmiotem niebędącym organem państwa/rządu, a dopiero ten podmiot sprawuje kontrolę korporacyjną nad daną spółką. Struktura pośredniej kontroli korporacyjnej może być nie tylko dwuszczeblowa, ale także trzyszczeblowa czy nawet czteroszczeblowa.

Możliwy jest także trzeci rodzaj sprawowania kontroli, stanowiący połączenie dwóch poprzednich, czyli rodzaj bezpośredni/pośredni. Państwo (organ państwa) może posiadać udziały właścicielskie, a w konsekwencji sprawować kontrolę bezpośrednią w spółce, a jednocześnie sprawować kontrolę nad innym podmiotem-akcjonariuszem tej spółki.

5. Kontrola korporacyjna jest stopniowalna, państwo może realizować swoje uprawnienia kontrolne nad spółką giełdową w zróżnicowanym stopniu. Na podstawie literatury naukowej oraz własnych badań w rozprawie wyróżniłem trzy stopnie kontroli państwa nad SGKP.

Najwyższy stopień to pełna kontrola korporacyjna państwa. Wyróżniłem dwie sytuacje, w których ona występuje. W pierwszym przypadku państwo posiada większościowe udziały właścicielskie (większościowy udział w głosach na WZA), a w konsekwencji może w pełnym stopniu wpływać na skład statutowych organów spółki i inne najważniejsze decyzje korporacyjne. Drugi przypadek występuje w sytuacji, gdy państwo posiada mniejszościowe

udziały w spółce, ale poprzez mechanizmy lewarowania kontroli uzyskuje większość głosów na WZA, inne ważne uprawnienia lub w znaczący sposób ogranicza prawa akcjonariuszy prywatnych.

Drugi stopień to znacząca kontrola korporacyjna. Ma ona miejsce wtedy, gdy państwo posiada mniejszościowe, ale dominujące udziały właścicielskie w spółce giełdowej, przy dużym rozproszeniu pozostałych akcji. Wystarcza to do posiadania znacznego wpływu na podstawowe decyzje korporacyjne. Jednak mniejszościowy udział właścicielski oznacza, że państwowy akcjonariusz w pewnym stopniu musi brać pod uwagę stanowisko pozostałych akcjonariuszy. Znacząca kontrola właścicielska może występować również w sytuacji, gdy państwo posiada stosunkowo niski poziom udziałów, jednak istotnie wzmacnia zakres kontroli poprzez zastosowanie mechanizmów lewarowania kontroli.

Trzeci stopień kontroli korporacyjnej, kontrola cząstkowa, występuje, gdy państwo jest największym akcjonariuszem, ale posiadane udziały właścicielskie pozwalają tylko na ograniczoną kontrolę spółki i państwo jest zmuszone często szukać „sojuszników”, żeby posiadać większość głosów na WZA, co zresztą nierzadko się udaje. Co więcej, także w tych przypadkach rządy często za pomocą mechanizmów lewarowania kontroli są również w stanie decydować o składzie organów statutowych spółki, zapewnić sobie prawo weta w odniesieniu do określonych decyzji lub zyskać uprawnienia do podejmowania konkretnych decyzji

6. Lewarowanie kontroli korporacyjnej, a więc wzmacnianie kontroli przez państwo w spółkach ponadproporcjonalnie w stosunku do posiadanych udziałów własnościowych, niesie istotne konsekwencje dla samych spółek. Po pierwsze, wzrasta ryzyko powstania zjawiska określanego w literaturze ekonomicznej jako pokusa nadużycia, które przyczynia się do wzrostu kosztów agencji związanych z zarządzaniem SGKP. Po drugie, może powstawać konflikt między państwowym akcjonariuszem a pozostałymi (prywatnymi) akcjonariuszami, ponieważ państwo-właściciel postępuje według zasady „państwu wolno więcej”. Ogólnie rzecz biorąc, zastosowanie w spółkach mechanizmów lewarowania kontroli przez państwo przyczynia się do powstania zjawiska tunelowania spółki, czyli nadużywania kontroli przez państwowego akcjonariusza i negatywnie wpływa na interesy pozostałych udziałowców. Dlatego zastosowanie mechanizmów lewarowania kontroli negatywnie wpływa na system *corporate governance*.

W pracy wykazałem, że lewarowanie kontroli przez państwo może mieć również pewne pozytywne skutki. Dzięki zastosowaniu takich mechanizmów rządy mogą zachować kontrolę nad spółkami, które funkcjonują w branży strategicznej dla gospodarki. Ponadto takie mechanizmy mogą ograniczać wpływ inwestorów krótkoterminowych (spekulacyjnych) na

działalność spółki, co sprzyja jej stabilności operacyjnej i długoterminowemu rozwojowi.

Analiza literatury przedstawiona w rozprawie ukazuje zróżnicowaną grę wykorzystywanych mechanizmów lewarowania kontroli w spółkach giełdowych. Można je podzielić ze względu na uniwersalność stosowania, cel stosowania, miejsce kształtowania danego mechanizmu, czy także na sposób oddziaływania. Tym, co wyróżnia państwo na tle pozostałych akcjonariuszy, jest możliwość wykorzystywania przepisów powszechnie obowiązującego prawa w celu wzmocnienia swojej pozycji w tych spółkach.

7. W rozprawie wykazałem, że motywacje rządów do angażowania się jako akcjonariusze spółek giełdowych są zróżnicowane, a cele państwa związane z posiadaniem udziałów w spółkach giełdowych są w dużej mierze determinowane przez uwarunkowania polityczne i gospodarcze danego kraju.

W pracy wyróżniłem i przeanalizowałem trzy rodzaje celów zaangażowania państwa jako akcjonariusza. Pierwszy rodzaj to cele ekonomiczne, które obejmują zarówno poprawę wyników finansowych SGKP, jak i zwiększenie efektywności funkcjonowania całego systemu gospodarczego. Druga grupa obejmuje cele polityczne, wynikające z dążenia do realizacji partykularnych interesów ekipy władzy, które nie zawsze są spójne z dbałością o dobro publiczne. Tego rodzaju działania często prowadzą do zaburzeń w funkcjonowaniu rynku oraz nieefektywnej alokacji zasobów. Trzeci rodzaj to cele społeczne, które odnoszą się do potencjalnych korzyści dla społeczeństwa, takich jak poprawa jakości życia poprzez łagodzenie zawodności rynku. Choć cele społeczne mają na względzie poprawę dobrobytu społecznego, ich realizacja może niekiedy negatywnie oddziaływać na efektywność ekonomiczną spółek.

Trzeba podkreślić, że cele państwa jako akcjonariusza mogą mieć charakter formalny (deklarowany) oraz faktycznie realizowany, przy czym oba te zestawy celów mogą się znacznie różnić. W związku z tym ocena realizacji celów przedsiębiorstw państwowych, a w konsekwencji także SGKP, stanowi wyzwanie złożone metodologicznie.

### **5.1.2. Wyniki badań empirycznych**

1. Głównym celem przeprowadzonych badań empirycznych było określenie miejsca i znaczenia SGKP na największych światowych giełdach oraz ocena zmian w tym zakresie w latach 2010–2022, czyli w okresie po globalnym kryzysie finansowym pierwszej dekady XXI wieku. Przedmiotem badania były również kluczowe aspekty związane z funkcjonowaniem SGKP, takie jak zasady wykonywania uprawnień właścicielskich przez państwo (obejmujące rodzaj i sposób kontroli), wielkość i różnorodność udziałów państwowych oraz branżowa struktura działalności SGKP. Dotychczasowe badania dostarczały jedynie fragmentarycznych

informacji na te tematy, dlatego ważne było uzupełnienie tej luki badawczej.

2. Badania empiryczne dotyczące 2022 roku obejmowały 36 największych pod względem kapitalizacji rynkowej giełd papierów wartościowych (określanych jako grupa WLSE), podzielonych ze względu na poziom rozwoju gospodarki oraz poziom demokracji kraju ich ulokowania, a także dodatkowo pięć giełd z krajów postsocjalistycznych (PCE). Przeprowadzone badania opierały się na kilku założeniach metodologicznych, szczegółowo przedstawionych w rozdziale 3, z których dwa były najważniejsze. Pierwsze dotyczyło zawężenia zbioru badanych spółek do 20 największych krajowych spółek pod względem wartości kapitalizacji rynkowej, notowanych na danej giełdzie. Ograniczenie analizy do 20 największych spółek na każdej giełdzie było spowodowane tym, że największe spółki giełdowe odgrywają kluczową rolę w funkcjonowaniu giełd oraz ze stosunkowo łatwiejszego dostępu do danych. Drugie założenie dotyczyło identyfikowania SGKP na podstawie specjalnej, zindywidualizowanej procedury, zgodnie z kryterium faktycznej – bezpośredniej lub pośredniej – kontroli rządu (państwa) nad daną spółką.

3. Na podstawie przeprowadzonych badań wykazałem, że w grupie WLSE SGKP stanowiły niemal 20% ogółu liczby spółek, natomiast ich udział w łącznej kapitalizacji rynkowej wynosił ok. 16,5%. SGKP w grupie PCE stanowiły 17% spółek, odpowiadając jednocześnie za niemal połowę całkowitej kapitalizacji rynkowej badanych spółek. Wyniki te wskazują, że w krajach postsocjalistycznych SGKP są zdecydowanie największymi podmiotami notowanymi na giełdach.

Istotnym wnioskiem wynikającym z badań, jest to, że znaczenie SGKP, mierzone ich liczbą i udziałem w kapitalizacji zbiorów Top 20, jest wysoce zróżnicowane na światowych giełdach papierów wartościowych. Ta różnorodność jest szczególnie widoczna, gdy podzielimy grupę WLSE ze względu na poziom rozwoju gospodarczego i poziom demokracji. W podgrupach giełd ulokowanych w krajach autorytarnych i EME (czyli gospodarki wschodzące) większość giełd wykazuje stosunkowo dużą liczbę i udział SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20, natomiast w podgrupie DME (obejmującą kraje wysoko rozwinięte) oraz państw demokratycznych ich obecność jest znacznie mniejsza.

4. Na podstawie analizy korelacji wykazałem statystyczne (choć o stosunkowo słabej sile) związki między obecnością SGKP a wskaźnikami charakteryzującymi „otoczenie SGKP”, obejmującymi system społeczno-ekonomiczny, jakość ładu instytucjonalnego oraz poziom rozwoju giełd papierów wartościowych. Najsilniejsze zależności istnieją między udziałem SGKP w kapitalizacji a większością wskaźników charakteryzujących poziom ładu instytucjonalnego – im słabsza jest jakość ładu instytucjonalnego, tym większy udział SGKP.

Dowiodłem także, że nieco większą obecność SGKP na giełdach można również zaobserwować w krajach o wyższej dynamice rozwoju lub dobrobytu społecznego, a także na giełdach słabiej rozwiniętych. Niemniej analiza regresji wykazała jednak, że tylko niewielka część udziału SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 jest wyjaśniana przez powyższe wskaźniki.

Istotnym zagadnieniem pozostaje wyjaśnienie relatywnie niskiego wpływu poziomu rozwoju gospodarczego, poziomu dobrobytu czy poziomu rozwoju giełdy papierów wartościowych na obecność SGKP na giełdach papierów wartościowych. Wydaje się, że nie ma jednoznacznego i uniwersalnego wyjaśnienia tego zagadnienia. W przypadku giełd w rozwiniętych gospodarkach, charakteryzujących się stabilnymi systemami instytucjonalnymi oraz silnym przestrzeganiem rządów prawa, odpowiedź prawdopodobnie będzie odmienna niż w krajach rozwijających się, często borykających się z wadliwymi demokracjami, słabymi instytucjami oraz autorytarnymi tendencjami władz. Prawdopodobnie kluczową rolę w tej różnicy wywołują takie czynniki, jak uwarunkowania historyczne czy realizowana polityka gospodarcza (w tym właścicielska).

5. W odniesieniu do struktury własnościowej w grupie WLSE w 2022 roku dominowały SGKP z większościowymi udziałami państwa. Niemniej podział giełd ze względu na poziom rozwoju gospodarczego oraz poziom demokracji pokazał, że ta sytuacja nie dotyczyła wszystkich rynków. SGKP, w których państwa posiadały ponad 50% udziałów, dominowały na giełdach w krajach EME oraz niedemokratycznych, zaś w pozostałych podgrupach między SGKP z większościowymi oraz mniejszościowymi udziałami państwa nie było znaczących różnic. Na giełdach w krajach PCE stosunkowo niewielki jest udział SGKP z większościowymi udziałami państwa.

6. W pracy przeanalizowałem także zasady wykonywania uprawnień właścicielskich państwa. Pierwszym z badanych aspektów był sposób sprawowania kontroli państwa nad SGKP. Wykazałem, że na giełdach należących do grup WLSE oraz PCE najczęściej występowała kontrola właścicielsko-lewarowana, co oznacza, że w większości przypadków państwo nie ograniczało się jedynie do wykorzystania uprawnień kontrolnych wynikających z posiadanych akcji, lecz dodatkowo stosowało mechanizmy lewarowania kontroli. Jednakże ten sposób kontroli dominował na giełdach w krajach autorytarnych oraz EME, natomiast na giełdach DME w większości SGKP państwo realizowało swoje uprawnienia właścicielskie głównie za pomocą praw wynikających z akcji.

Jednym z kluczowych, a zarazem zaskakujących wyników przeprowadzonych badań było stwierdzenie braku istotnej zależności między sposobem kontroli państwa w SGKP a wielkością posiadanych przez nie udziałów. Wykazany wynik jest nieoczekiwany, gdyż w

przypadku większościowych udziałów państwo posiada możliwość sprawowania pełnej kontroli nad spółką. Mimo to często obserwuje się wzmacnianie tej kontroli poprzez dodatkowe mechanizmy.

Kolejnym analizowanym zagadnieniem w pracy był rodzaj sprawowanej kontroli państwowej. W pracy ustaliłem, że liczba SGKP kontrolowanych bezpośrednio lub pośrednio przez rządy była zbliżona. Najrzadziej stosowane było połączenie kontroli bezpośredniej i pośredniej. Na podstawie otrzymanych wyników badań trudno wskazać, czy rodzaj kontroli zależy od poziomu rozwoju gospodarczego, czy też poziomu demokracji kraju ulokowania giełdy. Najprawdopodobniej wynika on z przyjętego modelu sprawowania funkcji właścicielskiej przez państwo w danym kraju.

Ostatnią analizowaną w rozprawie charakterystyką był stopień sprawowanej kontroli. Niemal we wszystkich przeanalizowanych grupach i podgrupach giełd większość SGKP była w pełni kontrolowana przez państwo. Odmierna sytuacja była jedynie na giełdach ulokowanych w krajach o pełnej demokracji, gdzie dominowały SGKP kontrolowane w stopniu znaczącym lub częściowym. Jest to związane z tym, że rządy w SGKP notowanych na tych giełdach częściej utrzymują mniejszościowe udziały oraz znacznie rzadziej wykorzystują mechanizmy lewarowania kontroli.

7. Wyniki analizy branżowej pokazały, że w całej grupie WLSE w 2022 roku zdecydowana większość badanych SGKP operowała w czterech branżach o charakterze strategicznym: finanse, ropa i gaz, poczta i telekomunikacja oraz energia. Łącznie SGKP z tych branż odpowiadały za niemal 80% łącznej wartości rynkowej wszystkich tych spółek ze zbiorów Top 20. Na giełdach w krajach postsocjalistycznych SGKP były skoncentrowane w trzech sektorach: finansowym, energetycznym oraz ropy i gazu. Na giełdach EME dość duża liczba tych podmiotów działa również w sektorach zazwyczaj zdominowanych przez kapitał prywatny, takich jak handel i przemysł spożywczy.

8. Ważnym punktem dysertacji było także określenie i analiza zmian obecności SGKP w latach 2010–2022. W tym przypadku przebadalem 36 giełd papierów wartościowych (32 giełdy z grupy WLSE oraz 5 giełd z grupy PCE). W grupie WLSE liczba SGKP spadła w analizowanym okresie o niemal 15%. Jedenaście giełd charakteryzowało się spadkiem liczby SGKP, a siedem – wzrostem. W grupie PCE spadek liczby SGKP zanotowały natomiast trzy giełdy, zaś w pozostałych dwóch wzrosła liczba tych podmiotów.

Wraz ze zmniejszeniem się liczby SGKP w zbiorach Top 20 spadł także ich udział w kapitalizacji – o 20%. W tym przypadku w grupie WLSE aż 17 giełd papierów wartościowych zanotowało spadek, zaś siedem wzrost udziału w kapitalizacji SGKP.

Zaobserwowałem jednak wyraźne zróżnicowanie tego spadku w zależności od grupy krajów, w której znajduje się giełda. Mianowicie spadek udziału SGKP w kapitalizacji zanotowały głównie giełdy zlokalizowane w krajach DME oraz demokratycznych (blisko o 50%), podczas gdy na giełdach w krajach EME i autorytarnych odnotowałem niewielki wzrost (odpowiednio o 7,9% i 1,5%). W przypadku giełd PCE udział SGKP w łącznej kapitalizacji spółek z grupy Top 20 wzrósł nieznacznie.

Na podstawie wyników analizy stwierdziłem, że po kryzysie finansowym z lat 2008–2009 znaczenie SGKP na największych giełdach świata uległo zmniejszeniu, co było spowodowane głównie niższą dynamiką wzrostu ich wartości w porównaniu do spółek prywatnych, ponieważ prywatyzacje oraz *delisting* odpowiadały jedynie łącznie za 16% przypadków zniknięcia SGKP ze zbiorów Top 20. To zjawisko można tłumaczyć dwoma podstawowymi czynnikami. Po pierwsze, SGKP działają głównie w sektorach strategicznych, które charakteryzują się wolniejszym tempem wzrostu wartości rynkowej, a jednocześnie rzadko funkcjonują w dynamicznie rosnących branżach (np. związanych ze sztuczną inteligencją, czy też produkcji półprzewodników), gdzie wzrost wartości akcji spółek jest znacznie szybszy, szczególnie w ostatniej dekadzie. Po drugie, inwestorzy mogą obawiać się, że SGKP będą wykorzystywane przez polityków do realizacji partykularnych celów, co obniża ich atrakcyjność inwestycyjną.

9. W rozprawie przeanalizowałem również obecność zagranicznych SGKP, czyli podmiotów kontrolowanych przez rządy innych krajów. W 2022 roku w zbiorach Top 20 na 36 giełdach papierów wartościowych z grupy WLSE odnotowałem jedynie 10 takich podmiotów. Udział zagranicznych SGKP w łącznej kapitalizacji wyniósł zaledwie 0,6%, co wskazuje na ich marginalne znaczenie na giełdach. Nieco większe znaczenie zagranicznych SGKP stwierdziłem w krajach PCE, gdzie na pięciu giełdach tej grupy zidentyfikowałem sześć takich spółek, z udziałem w kapitalizacji na poziomie 7,0%. Największe znaczenie zagraniczne SGKP odnotowałem na giełdzie w Bukareszcie, gdzie ich udział w kapitalizacji wyniósł 23,1%.

W latach 2010–2022 liczba zagranicznych SGKP wzrosła zaledwie o jeden podmiot, ale przez cały analizowany okres ich rola na giełdach pozostawała marginalna. W grupie PCE natomiast udział zagranicznych SGKP w kapitalizacji zmniejszył się znacząco (o ponad 30%), mimo że ich liczba pozostała niezmienną.

## 5.2. Weryfikacja hipotez badawczych

W wyniku przeprowadzonych badań literaturowych oraz empirycznych, podsumowanych w poprzednim punkcie, możliwa była weryfikacja hipotez badawczych, przedstawionych w rozdziale drugim. Większość hipotez została pozytywnie zweryfikowana. Poniżej omawiam

szczegółowo wyniki uzyskane dla każdej z hipotez.

**H1: W grupie największych giełd papierów wartościowych świata rozkład spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo (mierzony zarówno ich liczbą, jak i udziałem w kapitalizacji) jest głęboko zróżnicowany.**

Wyniki badań zaprezentowane w podrozdziale 4.3 potwierdziły prawdziwość hipotezy H1. Obecność SGKP (mierzona zarówno liczbą, jak i udziałem w kapitalizacji w zbiorach Top 20) jest głęboko zróżnicowana zarówno w grupie PCE jak i WLSE. Analiza statystyk dotyczących znaczenia SGKP na poszczególnych giełdach ujawnia, że ich większa obecność charakteryzuje giełdy ulokowane w krajach o niższym poziomie rozwoju gospodarczego oraz niższym poziomie instytucji demokratycznych, w porównaniu do rynków w krajach wysoko rozwiniętych i demokratycznych, co potwierdza hipotezę H1.

Duże zróżnicowanie obecności SGKP jest widoczne nie tylko w całej grupie największych giełd, lecz także w ramach wyróżnionych podgrup. Najwyższe wartości współczynnika zmienności odnotowałem na giełdach krajów DME oraz w państwach o pełnej demokracji, mimo stosunkowo niskiego rozstępu wartości (różnicy między wartością maksymalną a minimalną). Natomiast najniższy, choć nadal znaczący, współczynnik zmienności występuje na giełdach w krajach EME oraz w reżimach autorytarnych.

Trudno wskazać jednoznacznie główne przyczyny tych rozbieżności. Prawdopodobnymi determinantami obecności SGKP na rynkach giełdowych mogą być czynniki historyczne, specyfika polityki gospodarczej (w tym polityki właścicielskiej) oraz poziom rozwoju rynków kapitałowych. Szczegółowa analiza wpływu tych zmiennych wykracza jednak poza zakres niniejszej rozprawy doktorskiej.

**H2: W latach 2010-2022, po okresie kryzysu finansowego z lat 2008-2009, spadło znaczenie SGKP (mierzone liczbą SGKP oraz ich udziałem w kapitalizacji zbiorów największych spółek) w grupie największych giełd papierów wartościowych.**

Analiza zawarta w podrozdziale 4.2 potwierdza tę hipotezę, wykazując spadek zarówno liczby, jak i udziału SGKP w kapitalizacji. Należy podkreślić, że spadek ten byłby znacznie większy, gdyby nie debiut giełdowy największej na świecie SGKP *Saudi Aramco*, w 2019 roku na giełdzie w Arabii Saudyjskiej.

Analiza przyczyn spadku liczby SGKP w zestawieniach Top 20 wskazuje, że głównym czynnikiem był relatywnie wolniejszy wzrost wartości SGKP w porównaniu z podmiotami prywatnymi, a także wyraźne obniżenie ich wartości rynkowej. Prywatyzacje oraz *delistingi* były pojedynczymi przypadkami.

Do czynników wpływających na omawiane zjawisko można zaliczyć m.in. obawy

inwestorów dotyczące potencjalnego upolitycznienia zarządzania oraz koncentrację SGKP w tradycyjnych sektorach gospodarki, które charakteryzują się niższą dynamiką wzrostu wartości rynkowej. Szczegółowa analiza tych uwarunkowań wykracza jednak poza zakres niniejszego opracowania i stanowi perspektywiczne zagadnienie badawcze, wymagające dalszych studiów empirycznych.

### **H3.1: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju danej giełdy.**

W celu weryfikacji tej hipotezy konieczne było dobranie zmiennych reprezentatywnych dla poziomu rozwoju poszczególnych giełd. Wybrałem zmienne często stosowane w literaturze przedmiotu, tj.:

- wartość kapitalizacji giełdy,
- wartość kapitalizacji giełdy w stosunku do PKB nominalnego,
- płynność giełdy mierzona stosunkiem wartości transakcji przeprowadzonych na giełdzie do PKB nominalnego.

Wyniki analizy korelacji wykazują statystycznie istotne zależności między udziałem SGKP a płynnością giełdy, mierzoną jako stosunek wartości obrotów do PKB, oraz całkowitą kapitalizacją giełdy. W obu przypadkach odnotowałem ujemne wartości współczynników korelacji, co wskazuje, że wyższy udział SGKP jest związany z giełdami o niższej kapitalizacji oraz mniejszej płynności, a tym samym z giełdami o niższym stopniu rozwoju. Na tej podstawie można uznać H3.1 za potwierdzoną. Istotnej korelacji nie stwierdziłem jedynie między udziałem SGKP a kapitalizacją giełdy względem PKB nominalnego.

Literatura przedmiotu wskazuje dwa ważne wyjaśnienia związku między poziomem rozwoju giełdy a obecnością SGKP. Po pierwsze emisja akcji przedsiębiorstw państwowych na giełdzie może być jednym z czynników słabo rozwiniętych giełd papierów wartościowych<sup>306</sup>. Ze względu na to, że przedsiębiorstwa państwowe często należą do największych przedsiębiorstw w kraju, ich częściowa prywatyzacja może przyczynić się do rozwoju giełd papierów wartościowych, zachęcając inne prywatne przedsiębiorstwa do emisji akcji oraz przyciągania wielu potencjalnych inwestorów prywatnych oraz instytucjonalnych na rynek kapitałowy. Dlatego słabiej rozwinięte rynki kapitałowe, na początkowym etapie rozwoju, mogą charakteryzować się większym udziałem SGKP, ze względu na mniejszą liczbę spółek

---

<sup>306</sup> S. Guriev, W. Megginson, *Privatization: What we have learned*, „Annual Bank Conference on Development Economics”, 2006; A. Subrahmanyam, S. Titman, *The going-public decision and the development of financial markets*, „The Journal of Finance”, 1999, (3); M.P. McLindon, *Privatization and...*, op. cit.; G.N. Kleiman, E.R. Morrissey, *African Equity Markets*, „The Columbia Journal of World Business”, 1994, (2).

prywatnych. Jednak wraz z rozwojem rynku kapitałowego znaczenie SGKP prawdopodobnie będzie maleć ze względu na mniejsze korzyści z posiadania państwa jako akcjonariusza oraz rozwój spółek prywatnych<sup>307</sup>.

Po drugie, w pewnych niesprzyjających warunkach duża obecność państwa jako akcjonariusza w spółkach w długim okresie może ograniczać rozwój giełd papierów wartościowych poprzez wzrost ryzyka dla inwestorów, gdyż spółki te mogą być wykorzystywane do realizacji celów politycznych, co negatywnie wpływa na realizację ich celów ekonomicznych. Ponadto kapitał inwestorów prywatnych może być zagrożony, jeśli przepisy prawne nie precyzują wyraźnych ograniczeń dla interwencji państwowej, co z kolei obniża zaufanie do rynku. Taka sytuacja może skutkować ograniczeniem napływu nowych spółek i inwestorów na giełdy papierów wartościowych.

### **H3.2: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju gospodarczego kraju siedziby giełdy.**

Wyniki analizy przedstawione w podrozdziale 4.1 potwierdzają, że zarówno liczba, jak i udział SGKP w kapitalizacji, są istotnie wyższe na giełdach w krajach EME niż w krajach DME. Szczególnie znacząca różnica, przekraczająca dziesięciokrotność, dotyczy udziału SGKP w całkowitej kapitalizacji rynkowej giełd.

Z kolei analiza korelacji przedstawiona w podrozdziale 4.3 wykazała, że spośród wskaźników rozwoju społeczno-ekonomicznego jedynie dwie z pięciu zmiennych – „zmiana PKB w latach 2010-2022” oraz „zmiana HDI w latach 2010-2022” – były istotnie statystycznie skorelowane z udziałem SGKP w kapitalizacji spółek z grupy Top 20. Wyniki te wskazują, że wyższy udział SGKP występuje na giełdach krajów o niższym poziomie rozwoju, gdzie tempo zmian społeczno-gospodarczych jest zazwyczaj szybsze. W związku z tym hipotezę H3.2 można uznać za potwierdzoną.

### **H3.3: Udział w kapitalizacji spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo jest ujemnie skorelowany z poziomem rozwoju instytucjonalnego kraju siedziby giełdy.**

Wyniki analizy korelacji przedstawione w podrozdziale 4.3 potwierdzają tę hipotezę, gdyż 10 z 13 zmiennych związanych z jakością ładu instytucjonalnego wykazuje istotne statystycznie korelacje z wielkością udziału SGKP w kapitalizacji giełd. Wartości korelacji sugerują, że słabszy system ładu instytucjonalnego wiąże się z większym udziałem SGKP w kapitalizacji rynku giełdowego. Oznacza to, iż kraje o niższej jakości ładu instytucjonalnego faktycznie charakteryzują się wyższym udziałem SGKP w kapitalizacji giełd.

---

<sup>307</sup> B. Bortolotti, M. Fantini, D. Siniscalco, *Privatisation around the world: evidence from panel data*, „Journal of public economics”, 2004, (1-2).

**H4: W giełdach mających siedzibę w krajach wysoko rozwiniętych najczęściej wykorzystywany jest pośredni rodzaj kontroli państwa nad spółkami, a w giełdach mających siedzibę w krajach niżej rozwiniętych – rodzaj bezpośredni.**

Rządy w gospodarkach rozwiniętych często chcą ograniczyć konflikt podwójnej roli państwa (jako właściciela i regulatora), dlatego transferują swoje uprawnienia właścicielskie do prawnie odrębnego podmiotu, nad którym sprawują kontrolę. Takie rozwiązanie często skutecznie ogranicza ingerencję państwa w zarządzanie SGKP<sup>308</sup>. Literatura przedmiotu wskazuje, że spółki, w których rządy realizują swoje uprawnienia właścicielskie pośrednio, mają większy stopień niezależności i w większym stopniu realizują cele ekonomiczne<sup>309</sup>.

Analiza przeprowadzona w punkcie 4.1 oraz 4.3 wykazała jednak brak istotnej statystycznie zależności między rodzajem kontroli państwa w SGKP a poziomem rozwoju gospodarczego kraju, w którym giełda jest zlokalizowana. Hipoteza nie została więc potwierdzona. Trudno wskazać przyczyny braku takiej zależności. Rodzaj kontroli wydaje się być przede wszystkim wynikiem przyjętego przez państwo modelu realizacji funkcji właścicielskiej, który może znacząco różnić się między poszczególnymi krajami.

**H5: Mechanizmy lewarowania kontroli korporacyjnej w SGKP są częściej wykorzystywane w spółkach z mniejszościowymi niż z większościowymi udziałami państwa.**

W wielu SGKP państwo posiada większościowe udziały, dzięki czemu nadal jest w stanie sprawować niemal pełną kontrolę za pomocą praw wynikających z akcji, dlatego można oczekiwać, że w takiej sytuacji rządy będą mniej skłonne do wykorzystywania mechanizmów lewarowania kontroli. W przypadku SGKP z mniejszościowymi udziałami stopień kontroli państwa jest niższy. Dlatego można przypuszczać, że w takich podmiotach państwo częściej wzmacnia swoją kontrolę<sup>310</sup>.

Wyniki analizy przedstawione w podrozdziale 4.1 i 4.3 nie potwierdziły tej hipotezy. Zarówno model właścicielsko-lewarowany, jak i właścicielski są stosowane z podobną częstotliwością w przypadku SGKP zarówno z większościowym, jak i mniejszościowym udziałem państwa. Możliwym wyjaśnieniem tej sytuacji wydaje się dążenie rządów do

---

<sup>308</sup> W.J.N Ng, *Comparative corporate governance: Why Singapore's Temasek model is not replicable in Chin*, „NYUJ Int'l L. & Pol.”, 2018, (51); O. Butzbach, D.B. Fuller, G. Schnyder, L. Svystunova, *State-owned enterprises as institutional actors: A hybrid historical institutionalist and institutional work framework*, „Management and Organization Review”, 2022, (6).

<sup>309</sup> A. Abramov, A. Radygin, R. Entov, M. Chernova, *State ownership...*, op. cit.; A. Vong, D. Trigueiros, *Indirect State Ownership and Corporate Performance of China's Privatized Companies*, 6th Finance Conference of the Portuguese Finance Network, Ponta Delgada, 2010; J.C. Wang, J. Yi, X. Zhang, M.W. Peng, *Pyramidal ownership and SOE innovation*, „Journal of Management Studies”, 2022 (7).

<sup>310</sup> M. Bałtowski, G. Kwiatkowski, *Przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 65-66.

utrzymania kontroli nad SGKP w obliczu potencjalnego zmniejszenia udziałów właścicielskich w przyszłości.

### **5.3. Kierunki przyszłych badań**

W niniejszej rozprawie wykazałem, że SGKP mają istotne znaczenie na wielu giełdach papierów wartościowych w świecie. Przedstawione rozważania i analizy wskazują kierunki przyszłych badań, które mogą przyczynić się do pogłębienia wiedzy na temat SGKP oraz ich roli we współczesnej gospodarce.

1. Ważnym proponowanym kierunkiem przyszłych badań jest dogłębne zbadanie przyczyn dużego zróżnicowania obecności SGKP na giełdach papierów wartościowych, co jest widoczne nie tylko w całej grupie największych giełd, lecz także w ramach wyróżnionych podgrup. Trudno wskazać jednoznacznie główne przyczyny tych rozbieżności. Ważne może być wyjaśnienie relatywnie niskiego wpływu poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego, instytucjonalnego oraz rozwoju giełd papierów wartościowych na obecność SGKP. W przyszłych badaniach warto uwzględnić rolę uwarunkowań historycznych, polityki gospodarczej i właścicielskiej, które mogą okazać się kluczowymi determinantami tego zjawiska.

2. Obszarem, który wymaga kontynuacji badań, jest dokładniejsze zbadanie przyczyn spadku w ostatnich kilkunastu latach liczby oraz udziału SGKP w kapitalizacji giełd. Moja analiza ograniczała się jedynie do 20 największych w każdym kraju spółek giełdowych, co uniemożliwiło pełne zbadanie tych przyczyn. Można postawić pytanie, w jakim stopniu za spadkiem liczby SGKP stoją czynniki polityczne, a w jakim ekonomiczne. Analiza zmniejszającego się udziału SGKP w kapitalizacji giełd może stanowić inspirację do badań, które uwzględniałyby interakcje między polityką a rynkiem kapitałowym.

3. Zarówno sposób właścicielsko-lewarowany, jak i właścicielski kontroli korporacyjnej są stosowane z podobną częstotliwością, niezależnie od tego, czy państwo posiada większościowy, czy mniejszościowy pakiet udziałów. Przyszłe badania powinny skoncentrować się na wyjaśnieniu przyczyn tego zjawiska. Zidentyfikowanie czynników, które wpływają na decyzję o stosowaniu określonych mechanizmów lewarowania kontroli, może dostarczyć istotnych informacji na temat strategii państwa wobec spółek giełdowych w różnych systemach gospodarczych i politycznych.

4. Przeprowadzona analiza wykazała znaczące zróżnicowanie w zakresie realizowanego rodzaju kontroli korporacyjnej przez państwo. Wyniki badań nie dostarczyły jednak jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy to zróżnicowanie jest powiązane z poziomem

rozwoju społeczno-gospodarczego, czy też z poziomem demokracji w danym kraju. W związku z tym przyszłe badania mogą skoncentrować się na przyczynach, które determinują zastosowanie określonego rodzaju kontroli korporacyjnej. Zrozumienie tych relacji może dostarczyć ważnych informacji na temat uwarunkowań, które kształtują sposób funkcjonowania SGKP w różnych systemach gospodarczych i politycznych.

5. Przyszłe kierunki badań dotyczące obecności SGKP powinny obejmować analizę wpływu nowych trendów na rynkach kapitałowych, takich jak rozwój fintechów, raportowanie w zakresie ESG oraz cyfryzacja, w tym tokenizacja, na rolę i znaczenie tych spółek na giełdach. Szczególnie istotne jest określenie, w jakim stopniu transformacja technologiczna i rosnący nacisk na odpowiedzialność społeczną i środowiskową, wpływają na znaczenie i funkcjonowanie SGKP na giełdach.

## Aneks – dane źródłowe dotyczące poszczególnych giełd

### Grupa giełd WLSE

#### 1. NYSE

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

#### 2. NASDAQ

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Tabela 1. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1,9  |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 3. Shanghai Stock Exchange

Tabela 2. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                    | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-------------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Kweichow Moutai               | 311,1            | Handel i p. spoż. | 61,5               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 2   | Indus. & Comm. Bank of China  | 211,1            | Finanse           | 71,8               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 3   | China Construction Bank       | 158,0            | Finanse           | 57,5               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 4   | Agricultural Bank of China    | 142,4            | Finanse           | 84,2               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 5   | China Merchants Bank          | 136,9            | Finanse           | 41,7               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 6   | Bank of China Ltd             | 125,7            | Finanse           | 64,3               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 7   | PetroChina                    | 125,0            | Ropa i gaz        | 84,6               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 8   | China Life Insurance Comp.    | 123,5            | Finanse           | 70,1               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 9   | China Shenhua Energy          | 75,1             | Górn. i metalurg. | 56,0               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 10  | China Petrol. & Chem. Corp.   | 71,7             | Ropa i gaz        | 69,5               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 11  | China Yangtze Power           | 68,4             | Energia           | 73,2               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 12  | China Tourism Gr. Duty Free   | 64,0             | Handel i p. spoż. | 50,3               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 13  | Industrial Bank Co. Ltd       | 52,4             | Finanse           | 53,7               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 14  | Shanxi Xing. Fen Wine Factory | 48,9             | Handel i p. spoż. | 71,5               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |
| 15  | Bank of Communications        | 46,8             | Finanse           | 43,1               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 16  | Wanhua Chemical Group         | 41,7             | Chemia            | 36,4               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 17  | CITIC Securities Company Ltd  | 40,0             | Finanse           | 47,8               | Wł.-lewar.      | Pośred.         | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 3. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 15     | 14   | 16   | 14   | 13   | 87,8                       | 84,5 | 86,4 | 76,7 | 76,5 |
|                  | Mniejszościowy   | 4      | 4    | 2    | 2    | 4    | 8,8                        | 9,7  | 6,5  | 8,4  | 12,9 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 17   | -                          | -    | -    | -    | 89,4 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 2,0  |
|                  | Pośredni         | 17     | 16   | 15   | 14   | 13   | 72,4                       | 80,5 | 67,4 | 62,6 | 68,0 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 2      | 2    | 3    | 2    | 3    | 24,2                       | 13,7 | 25,5 | 22,5 | 19,4 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 17   | -                          | -    | -    | -    | 89,4 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 19     | 18   | 18   | 16   | 17   | 96,6                       | 94,2 | 92,9 | 85,1 | 89,4 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

#### 4. Japan Exchange Group

Tabela 4. SGKP w zbiorze Top 20 (kapitalizacja w mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                   | Wartość kapitał. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Nippon Telegraph & Telephone | 70,5             | Poczta i telekom. | 35,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 2      | 1    | 2    | 2    | 0    | 11,0                       | 5,9  | 12,4 | 9,5  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 2    | 2    | 1    | 1    | 6,0                        | 6,7  | 8,9  | 4,6  | 5,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 5,0  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 2    | 2    | 1    | 1    | 9,6                        | 6,7  | 8,9  | 4,6  | 5,0  |
|                  | Pośredni         | 1      | 1    | 2    | 2    | 0    | 7,4                        | 5,9  | 12,4 | 9,5  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 5,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 3      | 3    | 4    | 3    | 1    | 17,0                       | 12,6 | 21,3 | 14,1 | 5,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 6. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 1    | 0    | 0    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 4,0  | 3,1  | 3,7  | 0,0  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 5. Shenzhen Stock Exchange

Tabela 7. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP      | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-----------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Wuliangye       | 101,5            | Handel i p. spoż. | 56,0               | Wł-lewar.       | Pośredni        | Pełny            |
| 2   | Luzhou Lao Jiao | 47,8             | Handel i p. spoż. | 57,0               | Wł-lewar.       | Pośredni        | Pełny            |
| 3   | Hikvision       | 47,4             | Masz. i urządz.   | 36,0               | Wł-lewar.       | Pośredni        | Pełny            |
| 4   | Yanghe          | 35,0             | Handel i p. spoż. | 51,0               | Wł-lewar.       | Pośredni        | Pełny            |
| 5   | Bank Of Ningbo  | 31,0             | Finanse           | 24,0               | Wł-lewar.       | Pośredni        | Pełny            |
| 6   | Vanke-A         | 25,6             | Inne              | 28,0               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 8. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 6      | 4    | 4    | 5    | 3    | 34,3                       | 14,1 | 19,8 | 24,1 | 19,7 |
|                  | Mniejszościowy   | 6      | 7    | 5    | 6    | 3    | 26,2                       | 35,8 | 26,9 | 31,6 | 11,1 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,7  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 28,1 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 12     | 11   | 9    | 11   | 6    | 60,5                       | 49,9 | 46,7 | 55,7 | 30,8 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 28,1 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,7  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 12     | 11   | 9    | 11   | 6    | 60,5                       | 49,9 | 46,7 | 55,7 | 30,8 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 6. HKEX

Tabela 9. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP          | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|---------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | China Mobile        | 153,7            | Poczta i telekom. | 74,0               | Właścic.        | Pośred.         | Pełny            |
| 2   | CNOOC               | 64,8             | Ropa i Gaz        | 66,0               | Właścic.        | Pośred.         | Pełny            |
| 3   | Hong Kong Stock Ex. | 57,2             | Finanse           | 6,0                | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Cząstkowy        |
| 4   | BOC Hong Kong       | 37,0             | Finanse           | 66,0               | Właścic.        | Pośred.         | Pełny            |
| 5   | China Res. Land     | 34,3             | Inne              | 59,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 6   | Citic               | 34,1             | Finanse           | 58,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 10. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 5      | 6    | 7    | 7    | 5    | 40,7                       | 34,8 | 36,8 | 20,3 | 16,4 |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 0    | 1    | 1    | 1    | 2,5                        | 0,0  | 2,4  | 1,9  | 2,9  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 16,4 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,9  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 1    | 3    | 4    | 3    | 4,7                        | 1,9  | 8,3  | 7,1  | 6,4  |
|                  | Pośredni         | 4      | 5    | 5    | 4    | 3    | 38,5                       | 32,9 | 30,9 | 15,1 | 12,9 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 16,4 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,9  |
| SGKP – razem     |                  | 6      | 6    | 8    | 8    | 6    | 43,2                       | 34,8 | 39,2 | 22,2 | 19,3 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 7. NSE of India

Tabela 11. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                    | Wartość kapital. | Branża  | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-------------------------------|------------------|---------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | State Bank of India           | 66,2             | Finanse | 73,2               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 2   | Life Insurance Corp. Of India | 52,3             | Finanse | 96,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 12. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 9      | 5    | 5    | 2    | 2    | 42,9                       | 23,0 | 21,8 | 6,8  | 8,9  |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 1    | 0    | 1    | 0    | 0,0                        | 2,1  | 0,0  | 3,2  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 8,9  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 0    | 0    | 0    | 1    | 3,1                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 3,9  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 8      | 6    | 5    | 3    | 1    | 39,8                       | 25,1 | 21,8 | 10,0 | 5,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 8,9  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 9      | 6    | 5    | 3    | 2    | 42,9                       | 25,1 | 21,8 | 10,0 | 8,9  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 8. LSE Group

Tabela 13. SGKP w zbiorze Top 20 (kapitalizacja w mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP        | Wartość kapital. | Branża  | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-------------------|------------------|---------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Natwest Group Plc | 15,3             | Finanse | 46,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 14. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 1    | 1    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 2,3  | 2,4  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 1    | 0    | 0    | 1    | 4,1                        | 4,9  | 0,0  | 0,0  | 1,3  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 1,3  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 4,1                        | 4,9  | 2,3  | 2,4  | 1,3  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 1,3  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 4,1                        | 4,9  | 2,3  | 2,4  | 1,3  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 9. Paris Euronext

Tabela 15. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP | Wartość kapital. | Branża          | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------|------------------|-----------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Airbus     | 93,9             | Masz. i urządz. | 11,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Cząstkowy        |
| 2   | Safran     | 53,6             | Masz. i urządz. | 11,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Cząstkowy        |
| 3   | EDF        | 50,1             | Energia         | 84,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | Engie      | 34,9             | Energia         | 24,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 16. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 1      | 1    | 0    | 0    | 1    | 10,6                       | 5,1  | 0,0  | 0,0  | 2,5  |
|                  | Mniejszościowy   | 2      | 4    | 4    | 3    | 3    | 13,0                       | 16,7 | 13,9 | 12,5 | 9,1  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 11,6 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 2    | 2    | 2    | 3    | 18,3                       | 9,5  | 5,6  | 5,9  | 6,9  |
|                  | Pośredni         | 0      | 2    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 9,7  | 4,6  | 6,6  | 4,7  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 1      | 1    | 1    | 0    | 0    | 5,3                        | 2,6  | 3,7  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,5  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 1,8  |
|                  | Częstkowy        | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 7,3  |
| SGKP – razem     |                  | 3      | 5    | 4    | 3    | 4    | 23,6                       | 21,8 | 13,9 | 12,5 | 11,6 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 10. TMX Group

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 11. Tadawul

Tabela 17. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP           | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|----------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Saudi Aramco         | 1 833,2          | Ropa i gaz        | 95,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 2   | Sabic                | 71,5             | Chemia            | 70,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 3   | Saudi National Bank  | 60,3             | Finanse           | 37,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 4   | STC                  | 48,8             | Poczta i telekom. | 64,0               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 5   | Maaden               | 42,5             | Górn. i metalurg. | 64,4               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 6   | Acwa Power           | 29,6             | Energia           | 44,2               | Włascic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 7   | Saudi Electricity    | 25,7             | Energia           | 83,2               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 8   | Ribl                 | 25,4             | Finanse           | 51,0               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 9   | Sabic Agri-Nutrients | 18,6             | Chemia            | 50,1               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 10  | Alinma               | 17,3             | Finanse           | 10,0               | Włascic.        | Pośredni        | Częstkowy        |
| 11  | Solutions            | 7,8              | Poczta i telekom. | 79,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 18. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 8      | 8    | 8    | 10   | 8    | 61,2                       | 57,5 | 63,6 | 94,0 | 87,8 |
|                  | Mniejszościowy   | 3      | 2    | 4    | 1    | 3    | 6,2                        | 3,7  | 5,8  | 0,5  | 4,4  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 9    | -                          | -    | -    | -    | 11,4 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 80,8 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 3    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 4,0  |
|                  | Pośredni         | 11     | 10   | 11   | 9    | 7    | 67,4                       | 61,2 | 67,9 | 10,1 | 10,4 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 1    | 2    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 1,5  | 84,4 | 77,8 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 8    | -                          | -    | -    | -    | 87,8 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 3,7  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 0,7  |
| SGKP – razem     |                  | 11     | 10   | 12   | 11   | 11   | 67,4                       | 61,2 | 69,4 | 94,5 | 92,2 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 19. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 2    | 0    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 3,7  | 5,3  | 2,9  | 0,0  | 0,3  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 12. Deutsche Boerse AG

Tabela 20. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP       | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Deutsche Post    | 75,1             | Poczta i telekom. | 11,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 2   | Deutsche Telekom | 69,9             | Poczta i telekom. | 11,0               | Włascic.        | B/P             | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 21. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 2      | 2    | 2    | 2    | 2    | 8,2                        | 9,5  | 10,9 | 10,2 | 12,5 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 12,5 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 2,2                        | 3,5  | 3,6  | 3,8  | 6,4  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 6,0                        | 6,0  | 7,3  | 6,3  | 6,1  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 12,5 |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 2      | 2    | 2    | 2    | 2    | 8,2                        | 9,5  | 10,9 | 10,2 | 12,5 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 13. SIX Swiss Exchange

Tabela 22. SGKP w zbiorze Top 20 (kapitalizacja w mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Swisscom   | 28,6             | Poczta i telekom. | 51,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 23. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 2,4                        | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 2,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 2,4                        | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 2,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 2,4                        | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 2,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 14. ASX Australian SE

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 15. Korea Stock Exchange

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w 2022 roku.

Tabela 24. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 2      | 1    | 1    | 1    | 0    | 5,6                        | 3,5  | 2,2  | 2,2  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 1    | 1    | 1    | 0    | 5,6                        | 3,5  | 2,2  | 2,2  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 2      | 1    | 1    | 1    | 0    | 5,6                        | 3,5  | 2,2  | 2,2  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 16. Taiwan Stock Exchange

Tabela 25. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                  | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-----------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Chunghwa Telecom            | 28,6             | Poczta i telekom. | 35,3               | Włascic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 2   | China Steel                 | 15,3             | Górn. i metalurg. | 20,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Cząstkowy        |
| 3   | Mega Financial Holding      | 13,8             | Finanse           | 20,5               | Włascic.        | B/P             | Cząstkowy        |
| 4   | Taiwan Coop. Finan. Holding | 11,9             | Finanse           | 32,0               | Włascic.        | B/P             | Znaczący         |
| 5   | First Financial Holding     | 11,4             | Finanse           | 21,0               | Włascic.        | B/P             | Cząstkowy        |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 26. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 3      | 3    | 3    | 3    | 5    | 12,9                       | 12,7 | 10,2 | 8,5  | 10,8 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 10,8 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 2    | 2    | 2    | 2    | 10,7                       | 10,0 | 8,1  | 6,3  | 5,8  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 1      | 1    | 1    | 1    | 3    | 2,2                        | 2,7  | 2,1  | 2,1  | 5,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 5,4  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 5,4  |
| SGKP – razem     |                  | 3      | 3    | 3    | 3    | 5    | 12,9                       | 12,7 | 10,2 | 8,5  | 10,8 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 17. Amsterdam Euronext

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w 2022 roku.

Tabela 27. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 1    | 1    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 1,6  | 1,3  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 1    | 1    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 1,6  | 1,3  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 0      | 0    | 1    | 1    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 1,6  | 1,3  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 18. NASDAQ Stockholm

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w 2022 roku.

Tabela 28. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 1    | 1    | 1    | 0    | 9,3                        | 7,7  | 4,3  | 4,2  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 1    | 1    | 1    | 0    | 9,3                        | 7,7  | 4,3  | 4,2  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 1      | 1    | 1    | 1    | 0    | 9,3                        | 7,7  | 4,3  | 4,2  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 19. Johannesburg SE

Tabela 29. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP          | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|---------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | MTN Group Ltd       | 14,1             | Poczta i telekom. | 20,0               | Właścic.        | Pośredni        | Cząstkowy        |
| 2   | Sasol Limited       | 10,1             | Chemia            | 27,0               | Właścic.        | B/P             | Znaczący         |
| 3   | BID Corporation Ltd | 6,5              | Handel i p. spoż. | 18,0               | Właścic.        | Pośredni        | Cząstkowy        |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 30. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 2      | 2    | 1    | 2    | 3    | 12,1                       | 13,0 | 6,3  | 8,2  | 10,7 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 10,7 |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 2      | 2    | 1    | 2    | 2    | 12,1                       | 13,0 | 6,3  | 8,2  | 7,2  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 3,5  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 3,5  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 7,2  |
| SGKP – razem     |                  | 2      | 2    | 1    | 2    | 3    | 12,1                       | 13,0 | 6,3  | 8,2  | 10,7 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 31. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 7,5  | 6,4  | 5,9  | 6,4  | 5,8  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 20. B3 - Brasil Bolsa Balcão

Tabela 32. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                  | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-----------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Vale                        | 77,8             | Górn. i metalurg. | 8,9                | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Cząstkowy        |
| 2   | Petrobras                   | 69,4             | Ropa i gaz        | 36,6               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 3   | Eletrobrás                  | 18,8             | Energia           | 42,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 4   | Banco do Brasil             | 18,4             | Finanse           | 50,1               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 5   | BB Seguridade Participacoes | 12,5             | Finanse           | 66,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 33. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 3      | 3    | 4    | 3    | 2    | 23,6                       | 19,1 | 17,6 | 9,9  | 6,4  |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 2    | 3    | 2    | 3    | 23,0                       | 17,2 | 17,8 | 24,6 | 34,0 |
| Sposób kontroli  | Właścielski      | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 40,4 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 1      | 3    | 4    | 2    | 2    | 16,6                       | 18,0 | 16,3 | 12,7 | 18,5 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 3      | 2    | 3    | 3    | 3    | 30,0                       | 18,3 | 19,1 | 21,8 | 21,9 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 24,4 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 16,0 |
| SGKP – razem     |                  | 4      | 5    | 7    | 5    | 5    | 46,6                       | 36,3 | 35,4 | 34,5 | 40,4 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 34. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 0,0  | 1,5  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 21. Borsa Italiana

Tabela 35. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP     | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|----------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Enel           | 55,1             | Energia           | 23,6               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | Eni            | 51,3             | Ropa i gaz        | 32,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 3   | Snam           | 16,4             | Energia           | 30,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Znaczący         |
| 4   | Terna          | 15,0             | Energia           | 30,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 5   | Poste Italiane | 12,8             | Poczta i telekom. | 65,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 36. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 2      | 1    | 1    | 1    | 1    | 7,0                        | 3,1  | 2,5  | 3,1  | 2,8  |
|                  | Mniejszościowy   | 5      | 4    | 6    | 4    | 4    | 42,2                       | 39,2 | 39,8 | 35,6 | 30,6 |
| Sposób kontroli  | Właścielski      | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 33,4 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 1    | 2    | 1    | 1    | 13,2                       | 10,2 | 14,9 | 17,0 | 12,2 |
|                  | Pośredni         | 4      | 3    | 3    | 2    | 2    | 14,4                       | 10,3 | 8,3  | 6,6  | 7,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 1      | 1    | 2    | 2    | 2    | 21,6                       | 21,8 | 19,1 | 15,1 | 14,2 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 29,8 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 3,6  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 7      | 5    | 7    | 5    | 5    | 49,2                       | 42,3 | 42,3 | 38,7 | 33,4 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 37. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 1,6  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 22. BME Spanish Exchanges

Tabela 38. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP    | Wartość kapital. | Branża    | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|---------------|------------------|-----------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Aena          | 18,9             | Transport | 51,0               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 2   | Red Electrica | 9,4              | Energia   | 25,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 39. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 3,8  | 4,8  | 3,7  |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 2    | 2    | 1    | 1    | 1,2                        | 4,3  | 4,1  | 1,8  | 1,8  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 3,7  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 1,8  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1,8  |
|                  | Pośredni         | 1      | 2    | 3    | 2    | 1    | 1,2                        | 4,3  | 7,9  | 6,6  | 3,7  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 3,7  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 1,8  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 1      | 2    | 3    | 2    | 2    | 1,2                        | 4,3  | 7,9  | 6,6  | 5,5  |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 40. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 2    | 2    | 2    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 5,2  | 5,2  | 6,4  | 7,5  | 5,3  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 23. Singapore Exchange

Tabela 41. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                    | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-------------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | DBS Group Holdings Ltd        | 65,1             | Finanse           | 29,1               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |
| 2   | Singtel                       | 31,6             | Poczta i telekom. | 50,3               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 3   | Capitaland Investment Limited | 14,1             | Finanse           | 65,0               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 4   | Singapore Airlines Ltd        | 12,3             | Transport         | 55,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 5   | Keppel Corporation Limited    | 9,5              | Inne              | 21,1               | Właścic.        | Pośredni        | Cząstkowy        |
| 6   | Singapore Tech Engineering    | 7,9              | Masz. i urządz.   | 59,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 7   | Singapore Exchange Limited    | 7,1              | Finanse           | 23,0               | Właścic.        | Pośredni        | Cząstkowy        |
| 8   | Sembcorp Industries Ltd       | 4,5              | Energia           | 49,9               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |
| 9   | Olam Group Limited            | 4,2              | Handel i p. spoż. | 51,0               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 42. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 5      | 5    | 4    | 5    | 5    | 23,8                       | 23,7 | 21,3 | 21,6 | 22,4 |
|                  | Mniejszościowy   | 4      | 4    | 3    | 3    | 4    | 15,8                       | 17,9 | 14,2 | 18,5 | 27,6 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 33,4 |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 16,6 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 9      | 9    | 7    | 8    | 9    | 39,6                       | 41,6 | 35,5 | 40,0 | 50,0 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 22,4 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 22,3 |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 5,3  |
| SGKP – razem     |                  | 9      | 9    | 7    | 8    | 9    | 39,6                       | 41,6 | 35,5 | 40,0 | 50,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 24. NASDAQ Copenhagen

Tabela 43. SGKP w zbiorze Top 20 (kapitalizacja w mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP | Wartość kapital. | Branża  | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------|------------------|---------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Ørsted A/S | 38,2             | Energia | 50,1               | Właścic.        | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 44. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 0    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 5,6  | 11,4 | 7,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 7,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 0      | 0    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 5,6  | 11,4 | 7,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 7,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 0      | 0    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 5,6  | 11,4 | 7,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 25. Moscow Exchange

Tabela 45. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP    | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|---------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Rosneft       | 55,2             | Ropa i gaz        | 50,1               | Włascic.        | B/P             | Pełny            |
| 2   | Gazprom       | 55,1             | Ropa i gaz        | 50,2               | Włascic.        | B/P             | Pełny            |
| 3   | Sberbank      | 43,6             | Finanse           | 50,1               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | Gazprom Nieft | 23,4             | Ropa i gaz        | 96,0               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 5   | Tatnieft      | 10,9             | Ropa i gaz        | 34,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 6   | Alrosa        | 6,2              | Górn. i metalurg. | 66,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 46. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 7      | 6    | 8    | 7    | 5    | 57,0                       | 48,3 | 52,7 | 50,6 | 44,2 |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 1    | 1    | 2    | 1    | 1,7                        | 2,2  | 3,2  | 5,1  | 2,6  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 33,7 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 13,1 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 3      | 2    | 2    | 2    | 2    | 16,1                       | 14,0 | 16,2 | 15,3 | 12,0 |
|                  | Pośredni         | 3      | 3    | 4    | 4    | 2    | 7,00                       | 18,9 | 22,8 | 11,5 | 8,2  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 2      | 2    | 3    | 3    | 2    | 35,6                       | 17,6 | 16,9 | 28,9 | 26,6 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 46,8 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 8      | 7    | 9    | 9    | 6    | 58,7                       | 50,5 | 55,9 | 55,7 | 46,8 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 26. Bolsa Mexicana

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

## 27. Oslo Børs

Tabela 47. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP         | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|--------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Equinor            | 114,0            | Ropa i gaz        | 67,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | Dnb Bank           | 30,8             | Finanse           | 34,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 3   | Norsk Hydro        | 15,5             | Górn. i metalurg. | 40,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 4   | Telenor            | 13,1             | Poczta i telekom. | 54,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 5   | Yara International | 11,2             | Chemia            | 42,0               | Właścic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 6   | Kongsberg Gruppen  | 7,5              | Masz. i urządz.   | 56,0               | Właścic.        | B/P             | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 48. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 4      | 3    | 3    | 3    | 3    | 52,4                       | 51,4 | 44,9 | 40,2 | 46,1 |
|                  | Mniejszościowy   | 3      | 3    | 3    | 3    | 3    | 24,8                       | 22,3 | 23,9 | 20,5 | 19,7 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 65,8 |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 5      | 5    | 6    | 5    | 5    | 74,6                       | 72,6 | 68,8 | 59,2 | 63,2 |
|                  | Pośredni         | 1      | 0    | 0    | 0    | 0    | 1,3                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 1      | 1    | 0    | 1    | 1    | 1,3                        | 1,1  | 0,0  | 1,5  | 2,6  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 46,1 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 19,7 |
|                  | Częstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 7      | 6    | 6    | 6    | 6    | 77,2                       | 73,7 | 68,8 | 60,7 | 65,8 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 49. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 2,9  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 28. Borsa Istanbul

Tabela 50. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                 | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|----------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Türk Hava Yollari A.O.     | 10,4             | Transport         | 49,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | Ereğli Demir               | 7,7              | Górn. i metalurg. | 49,9               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 3   | Aselsan Elektronik         | 7,5              | Masz. i urządz.   | 75,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | İskenderun Demir Ve Çelik  | 5,2              | Górn. i metalurg. | 94,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 5   | Hektaş Ticaret T.A.Ş.      | 5,1              | Handel i p. spoż. | 58,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 6   | Türk Telekomünikasyon A.Ş. | 4,6              | Poczta i telekom. | 85,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 51. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 2      | 2    | 3    | 3    | 4    | 8,6                        | 7,8  | 9,5  | 12,5 | 15,1 |
|                  | Mniejszościowy   | 2      | 3    | 2    | 2    | 2    | 4,5                        | 8,2  | 7,9  | 7,7  | 12,2 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 27,3 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 2    | 2    | 3    | 4    | 7,2                        | 7,6  | 6,6  | 12,0 | 18,6 |
|                  | Pośredni         | 2      | 3    | 3    | 2    | 2    | 5,9                        | 8,4  | 10,8 | 8,2  | 8,7  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 27,3 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 4      | 5    | 5    | 5    | 6    | 13,1                       | 16,0 | 17,4 | 20,2 | 27,3 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 52. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 0    | 2    | 1    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 2,6  | 0,0  | 8,3  | 18,7 | 6,5  |

Źródło: Opracowanie własne.

## 29. Philippine Stock Exchange

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Tabela 53. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 2,5  | 3,8  | 2,8  | 2,9  | 3,8  |

Źródło: Opracowanie własne.

### 30. Tel-Aviv Stock Exchange

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w całym analizowanym okresie 2010-2022.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 31. Warsaw Stock Exchange

Tabela 54. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | PKN Orlen  | 17,1             | Ropa i gaz        | 49,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | PKO BP     | 8,6              | Finanse           | 30,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 3   | PZU        | 7,0              | Finanse           | 34,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | KGHM       | 5,8              | Górn. i metalurg. | 31,8               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 5   | PEKAO      | 5,2              | Finanse           | 32,8               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Znaczący         |
| 6   | PGE        | 3,5              | Energia           | 57,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 7   | JSW        | 1,6              | Górn. i metalurg. | 55,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 55. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 4      | 3    | 4    | 3    | 2    | 33,7                       | 16,7 | 19,0 | 13,7 | 5,6  |
|                  | Mniejszościowy   | 4      | 5    | 5    | 5    | 5    | 25,2                       | 34,0 | 35,3 | 39,7 | 47,6 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 5,7  |
|                  | Wł.-lewar.       | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 47,5 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 5      | 6    | 7    | 6    | 5    | 30,4                       | 41,2 | 46,8 | 43,2 | 43,7 |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 2,0  | 6,5  | 5,6  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 3      | 2    | 1    | 1    | 1    | 28,5                       | 9,5  | 5,5  | 3,7  | 3,9  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 41,2 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 12,0 |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 8      | 8    | 9    | 8    | 7    | 58,9                       | 50,7 | 54,3 | 53,4 | 53,2 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 56. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 2    | 2    | 2    | 2    | 2    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 9,0  | 8,4  | 6,0  | 6,4  | 5,3  |

Źródło: Opracowanie własne.

### 32. Wiener Börse

Tabela 57. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP            | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-----------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | OMV                   | 16,9             | Ropa i gaz        | 31,5               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |
| 2   | Verbund               | 14,4             | Energia           | 80,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 3   | EVN                   | 3,3              | Energia           | 79,4               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 4   | Oesterreichische Post | 2,1              | Poczta i telekom. | 52,8               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 58. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 3      | 3    | 3    | 3    | 3    | 11,6                       | 10,1 | 9,0  | 13,5 | 19,2 |
|                  | Mniejszościowy   | 3      | 3    | 2    | 2    | 1    | 20,0                       | 21,4 | 17,3 | 20,3 | 16,5 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 21,7 |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 14,0 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 1    | 1    | 1    | 0    | 1,4                        | 1,8  | 2,6  | 3,3  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 4      | 4    | 3    | 3    | 3    | 23,8                       | 25,9 | 20,3 | 22,6 | 21,7 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 6,4                        | 3,8  | 3,4  | 7,9  | 14,0 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 19,2 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 16,5 |
|                  | Częstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 6      | 6    | 5    | 5    | 4    | 31,6                       | 31,5 | 26,3 | 33,8 | 35,7 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 33. Indonesia Stock Exchange

Tabela 59. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP            | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-----------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Bank Rakyat Indonesia | 47,5             | Finanse           | 53,6               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | Bank Mandiri          | 29,4             | Finanse           | 60,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 3   | Telkom Indonesia      | 23,8             | Poczta i telekom. | 52,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | Bank Negara Indonesia | 11,0             | Finanse           | 60,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 60. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 33,3 |
|                  | Mniejszościowy   | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 33,3 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 33,3 |
|                  | Pośredni         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 33,3 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 33,3 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 34. The Stock Exchange of Thailand

Tabela 61. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                   | Wartość kapital. | Branża     | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------------------------|------------------|------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Airports of Thailand         | 29,9             | Transport  | 70,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | PTT                          | 27,5             | Ropa i gaz | 51,1               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 3   | PTT Exploration and Product. | 17,6             | Ropa i gaz | 68,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | Siam Cement                  | 16,7             | Chemia     | 34,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 5   | Siam Commercial Bank         | 12,4             | Finanse    | 99,0               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 6   | Krung Thai Bank              | 8,1              | Finanse    | 55,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 7   | PTT Oil and Retail Business  | 8,1              | Ropa i gaz | 76,4               | Włascic.        | Pośredni        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 62. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 35,7 |
|                  | Mniejszościowy   | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 5,8  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 38,7 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,8  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 34,4 |
|                  | Pośredni         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 7,1  |
|                  | Bezpośr./pośred. | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 35,7 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 5,8  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | -      | -    | -    | -    | 7    | -                          | -    | -    | -    | 41,5 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 35. Bursa Malaysia

Tabela 63. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP               | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|--------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Maybank                  | 23,8             | Finanse           | 32,1               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |
| 2   | PETRONAS Chemicals Group | 15,6             | Ropa i gaz        | 64,5               | Właścic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 3   | CIMB                     | 14,1             | Finanse           | 41,2               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |
| 4   | Tenaga Nasional Berhad   | 12,6             | Energia           | 68,7               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 5   | DIGI                     | 10,7             | Poczta i telekom. | 45,4               | Właścic.        | Pośredni        | Znaczący         |
| 6   | Petronas Gas             | 7,7              | Ropa i gaz        | 65,0               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 7   | MISC                     | 7,6              | Transport         | 63,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |
| 8   | Sime Darby Plantation    | 7,3              | Handel i p. spoż. | 63,0               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 9   | AXIATA                   | 6,5              | Poczta i telekom. | 54,3               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 10  | Petronas Dagangan        | 5,2              | Ropa i gaz        | 63,4               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 64. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | -      | -    | -    | -    | 7    | -                          | -    | -    | -    | 31,4 |
|                  | Mniejszościowy   | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 24,5 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 8    | -                          | -    | -    | -    | 45,7 |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 10,2 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 14,2 |
|                  | Pośredni         | -      | -    | -    | -    | 8    | -                          | -    | -    | -    | 41,7 |
|                  | Bezpośr./pośred. | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 7    | -                          | -    | -    | -    | 31,4 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 24,5 |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | -      | -    | -    | -    | 10   | -                          | -    | -    | -    | 55,9 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### 36. Hochiminh Stock Exchange

Tabela 65. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                                                            | Wartość kapital. | Branża            | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|-----------------------------------------------------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Joint Stock commercial Bank for Foreign Trade of Vietnam              | 16,0             | Finanse           | 74,8               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | Joint stock Commercial Bank for Investment and Development of Vietnam | 8,3              | Finanse           | 80,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 3   | PetroVietnam Gas                                                      | 8,2              | Ropa i gaz        | 95,8               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | Vietnam Dairy Products                                                | 6,7              | Handel i p. spoż. | 36,0               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 5   | Vietnam JSC Bank for Indust.& Trade                                   | 5,6              | Finanse           | 89,3               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 6   | Investment & Industr. Develop.                                        | 3,5              | Inne              | 95,4               | Wł.-lewar.      | Bezpośr.        | Pełny            |
| 7   | Military Commercial                                                   | 3,2              | Finanse           | 40,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Znaczący         |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 66. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 37,9 |
|                  | Mniejszościowy   | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 9,1  |
| Sposób kontroli  | Właścielski      | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 7    | -                          | -    | -    | -    | 47,0 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | -      | -    | -    | -    | 6    | -                          | -    | -    | -    | 44,0 |
|                  | Pośredni         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 37,9 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 2    | -                          | -    | -    | -    | 9,1  |
|                  | Częstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | -      | -    | -    | -    | 7    | -                          | -    | -    | -    | 47,0 |

Źródło: Opracowanie własne.

Brak zagranicznych SGKP w Top 20 w całym analizowanym okresie.

### Grupa giełd PCE

#### 37. Bursa de Valori Bucuresti

Tabela 67. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP                      | Wartość kapital. | Branża     | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|---------------------------------|------------------|------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Romgaz                          | 3,1              | Ropa i gaz | 70,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 2   | S.N. Nuclearelectrica           | 2,8              | Energia    | 82,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 3   | Transgaz                        | 0,7              | Ropa i gaz | 58,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |
| 4   | Societatea Energetica Electrica | 0,6              | Energia    | 48,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Znaczący         |
| 5   | Transelectrica                  | 0,3              | Energia    | 58,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 68. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 3      | 6    | 5    | 4    | 4    | 11,8                       | 26,7 | 24,4 | 23,3 | 26,4 |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 1    | 1    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 6,4  | 3,6  | 2,3  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 5    | -                          | -    | -    | -    | 28,7 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 3      | 6    | 6    | 5    | 5    | 11,8                       | 26,7 | 30,8 | 26,9 | 28,7 |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 4    | -                          | -    | -    | -    | 26,4 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 2,3  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 3      | 6    | 6    | 5    | 5    | 11,8                       | 26,7 | 30,8 | 26,9 | 28,7 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 69. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 2    | 2    | 2    | 2    | 2    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 47,6 | 37,3 | 24,3 | 26,4 | 23,1 |

Źródło: Opracowanie własne.

### 38. Prague Stock Exchange

Tabela 70. SGKP w zbiorze Top 20 (kapitalizacji w mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP | Wartość kapital. | Branża  | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|------------|------------------|---------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | Čez        | 18,4             | Energia | 70,0               | Włascic.        | Bezpośr.        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 71. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |       |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|-------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016  | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 3      | 2    | 2    | 1    | 1    | 54,9                       | 46,3 | 38,9  | 46,4 | 63,8 |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -     | -    | 63,8 |
|                  | Włascic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -     | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 1    | 1    | 1    | 1    | 52,3                       | 46,1 | 38,56 | 46,4 | 63,8 |
|                  | Pośredni         | 2      | 1    | 1    | 0    | 0    | 2,6                        | 0,2  | 0,3   | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -     | -    | 63,8 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -     | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -     | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 3      | 2    | 2    | 1    | 1    | 54,9                       | 46,3 | 38,9  | 46,4 | 63,8 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 72. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 1    | 0    | 0    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 4,4  | 5,1  | 5,6  | 0,0  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

### 39. Budapest Stock Exchange

Tabela 73. SGKP w zbiorze Top 20 według wartości kapitalizacji (mld USD), 2022 r.

| Lp. | Nazwa SGKP     | Wartość kapital. | Branża     | Udział państwa (%) | Sposób kontroli | Rodzaj kontroli | Stopień kontroli |
|-----|----------------|------------------|------------|--------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 1   | MOL            | 5,6              | Ropa i gaz | 30,0               | Wł.-lewar.      | B/P             | Pełny            |
| 2   | Gedeon Richter | 4,1              | Chemia     | 25,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Znaczący         |
| 3   | MKB BANK       | 1,6              | Finanse    | 98,0               | Właścic.        | Pośredni        | Pełny            |
| 4   | TAKAREK JZB    | 0,1              | Finanse    | 98,0               | Wł.-lewar.      | Pośredni        | Pełny            |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 74. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 0      | 2    | 2    | 2    | 2    | 0,0                        | 2,3  | 0,7  | 2,4  | 7,9  |
|                  | Mniejszościowy   | 1      | 2    | 2    | 2    | 2    | 13,9                       | 52,6 | 49,7 | 37,8 | 44,3 |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 7,4  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 44,8 |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 1      | 2    | 2    | 1    | 0    | 13,9                       | 34,5 | 32,3 | 25,2 | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 2    | 2    | 3    | 3    | 0,0                        | 20,4 | 18,1 | 15,0 | 26,5 |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 1    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 25,7 |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 3    | -                          | -    | -    | -    | 33,6 |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 1    | -                          | -    | -    | -    | 18,6 |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 1      | 4    | 4    | 4    | 4    | 13,9                       | 54,9 | 50,4 | 40,2 | 52,2 |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 75. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 9,4  | 7,4  | 7,9  | 4,9  | 4,1  |

Źródło: Opracowanie własne.

#### 40. Bulgarian Stock Exchange

Brak spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo w Top 20 w 2022 roku.

Tabela 76. SGKP w zbiorze Top 20 – w podziałach według poziomu udziałów państwa oraz sposobu, rodzaju i stopnia kontroli korporacyjnej, 2010-2022.

|                  |                  | Liczba |      |      |      |      | Udział w kapitalizacji (%) |      |      |      |      |
|------------------|------------------|--------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|
|                  |                  | 2010   | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 | 2010                       | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
| Poziom udziałów  | Większościowy    | 2      | 0    | 0    | 0    | 0    | 5,7                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Mniejszościowy   | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Sposób kontroli  | Właścicielski    | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Właścic./lewar.  | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| Rodzaj kontroli  | Bezpośredni      | 2      | 0    | 0    | 0    | 0    | 5,7                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Pośredni         | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
|                  | Bezpośr./pośred. | 0      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0,0                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Stopień kontroli | Pełny            | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Znaczący         | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
|                  | Cząstkowy        | -      | -    | -    | -    | 0    | -                          | -    | -    | -    | 0,0  |
| SGKP – razem     |                  | 2      | 0    | 0    | 0    | 0    | 5,7                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 77. Zagraniczne SGKP w zbiorze Top 20 – liczba oraz udział w kapitalizacji, 2010-2022.

|                            | 2010 | 2013 | 2016 | 2019 | 2022 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba                     | 0    | 2    | 2    | 2    | 1    |
| Udział w kapitalizacji (%) | 0,0  | 18,7 | 10,1 | 8,8  | 8,0  |

Źródło: Opracowanie własne.

# Bibliografia

## Książki i artykuły

- Ab Razak N.H., Ahmad R., Aliahmed H.J., *Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia*, „Corporate Ownership and Control”, 2008, 6(2).
- Abramov A., Radygin A., Chernova M., *State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their role in the economy*, „Russian Journal of Economics”, 2017, 3(1).
- Abramov A., Radygin A., Entov R., Chernova M., *State ownership and efficiency characteristics*, „Russian Journal of Economics”, 2017, 3(2).
- Adamska A., *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, 2013, 11(2).
- Adamska A., *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013.
- Adamska, A., *Modele rozwoju rynku kapitałowego w państwach Europy Środkowo-Wschodniej*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie Polityki Europejskie, Finanse i Marketing”, 2019, (21).
- Adelegan O.J., *Can regional cross-listings accelerate stock market development? Empirical evidence from Sub-Saharan Africa*, IMF Working Paper, 2008, 8(281).
- Aggarwal R., Dahiya S., *Demutualization and public offerings of financial exchanges*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2006, (3).
- Aggarwal R., *Demutualization and corporate governance of stock exchanges*, „Journal of applied corporate finance”, 2002, 15(1).
- Akerlof G., *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, „Quarterly Journal of Economics”, 1970, (84).
- Alexius S., Ornberg J.C., *Mission(s) impossible? Configuring values in the governance of state-owned enterprises*, „International Journal of Public Sector Management”, 2015, 28(4/5).
- Allini A., Manes Rossi F., Hussainey K., *The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises*, „Public Money & Management”, 2016, 36(2).
- Almeida L., *How to measure corporate control? Evidence from panel threshold effects of the degree of control on CEO pay monitoring*, „Working paper, Conservatoire National des Arts et Métiers”, 2016.
- Aminadav G., Papaioannou E., *Corporate control around the world*, „The Journal of Finance”, 2020, 75(3).
- Andriansyah A., Messinis G., *Equity markets and economic development: Does the primary market matter?*, „Economic Record”, 2014, 90.
- Azzam I., *Stock exchange demutualization and performance*, „Global Finance Journal”, 2010, 21(2).
- Bałtowski M., Kwiatkowski G., *Miejsce przedsiębiorstw państwowych we współczesnej gospodarce – Polska na tle świata*, „Ekonomista”, 2019, (1).
- Bałtowski M., Kwiatkowski G., *Przedsiębiorstwa państwowe we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2018.
- Bałtowski M., Kwiatkowski G., *State-owned enterprises in the global economy*, London: Routledge 2022.
- Bałtowski M., *Więcej władzy niż własności – Skarb Państwa jako szczególny inwestor na GPW w Warszawie*,

- „Studia Ekonomiczne”, 2017, (1).
- Bank for International Settlements, *Establishing viable capital markets*, „CGFS Papers”, 2019, (62).
- Baulkaran V., Lupton N.C., *US FDI and shareholder rights protection in developed and developing economies*, „Multinational Finance Journal”, 2020, 24(3/4).
- Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G., *Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, NBER Working Paper 6951, Cambridge 1999.
- Becker B., Ivashina V., *Cyclicality of credit supply: firm level evidence*, „Journal of Monetary Economics”, 2014, 62.
- Bhakti D., Widjaja H., Sugiharto D., *Inter-relationship between large sector and state-owned enterprises, case study of Indonesian Stock Market*, Period of January 2009–June 2015, Case Study of Indonesian Stock Market.
- Black B., Kraakman R., *A self-enforcing model of corporate law*, „Harvard Law Review”, 1996, (109).
- Blomqvist G., Mahmood L., *Nordic state-owned enterprises going abroad*, Lund University, Lund 2021.
- Borio, C., *The Financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, „BIS Working Papers”, Basel 2012, 395.
- Borisova G., Brockman P., Salas J.M., Zagorchev A., *Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU*, „Journal of Banking & Finance”, 2012, 36(11).
- Bortolotti B., Faccio M., *Reluctant privatization*, „Working Papers Fondazione Eni” 2004, (130).
- Bortolotti B., Fantini M., Siniscalco D., *Privatisation around the world: evidence from panel data*, „Journal of Public Economics”, 2004, (1-2).
- Bortolotti B., Fotak B., Megginson W.L., *The sovereign wealth fund discount: Evidence from public equity investments*, „The Review of Financial Studies”, 2015, 28(11).
- Bortolotti B., Pinotti P., *The political economy of privatization*, „The Review of Financial Studies”, 2009, 22(8).
- Boubaker S., Chourou L., Himick D., Saadi S., *It's about time! The influence of institutional investment horizon on corporate social responsibility*, „Thunderbird International Business Review”, 2017, 59(5).
- Boubakri N., Chen R.R., El Ghouli S., Guedhami O., Nash R., *State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization*, „Journal of Corporate Finance”, 2020, (65).
- Brooks S., *The mixed ownership corporation as an instrument of public policy*, „Comparative Politics”, 1987, 19(2).
- Butzbach O., Fuller D.B., Schnyder G., Svystunova L., *State-owned enterprises as institutional actors: A hybrid historical institutionalist and institutional work framework*, „Management and Organization Review”, 2022, (6).
- Carlin W., Mayer C., *Finance, investment, and growth*, „Journal of Financial Economics”, 2013 69(1).
- Carney R.W., Child T.B., Liu W.M., Ngo P.T., *The dynamism of partially state-owned enterprises in East Asia*, „Journal of Corporate Finance”, 2021, (68).
- Carney R.W., *The Rise of foreign state ownership in east asia: domestic political determinants and stabilizing effects*, „CIFR Paper No. WP060/2015”.
- Carney R.W., *The stabilizing state: State capitalism as a response to financial globalization in one-party regimes*, „Review of International Political Economy”, 2015, (4).
- Carvajal A., Elliott J.E., *Strengths and weaknesses in securities market regulation: A global analysis*, IMF Working Paper, 2007.

- Cf. Securities, *Commodities & Futures Exchange – BM&FBOVESPA S.A., State-owned enterprises governance programme*, São Paulo: Department of Regulation Affairs, 2015.
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Christensen H., Hail L., Leuz C., *Capital-market effects of securities regulation: Prior conditions, implementation, and enforcement*, „The Review of Financial Studies”, 2016, 29(11).
- Christiansen H., *Balancing commercial and noncommercial priorities of state-owned enterprises*, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 6, OECD Publishing 2013.
- Christiansen H., Kim Y., *State-invested enterprises in the global marketplace: Implications for a level playing field*, OECD Corporate Governance Working Papers, OECD Publishing, Paris 2014, (14).
- Christiansen H., *The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries*, OECD Publishing, Paris 2011.
- Cichorska J., Dąbrowski P., *Instrumenty rynku kapitałowego*, [w:] Rynek finansowy, Pyrka I. (red.), Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2010.
- Claessens S., Djankov S., Fan J.P., Lang L.H., *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, „The Journal of Finance”, 2002, 57(6).
- Clò S., Di Giulio M., Sorrentino M., Galanti M.T., *Italian state-owned enterprises after decades of reforms: Still public? Italian state-owned enterprises after decades of reforms: still public?*, CIRIEC Working Papers, 2016.
- Coase R., *The problem of social cost*, „Journal of Law and Economics”, 1960, (3).
- Crivelli E., Staal K., *Nationalizations, bailouts and efficiency*, „Journal of Economic Policy Reform”, 2020 23(2).
- Cuervo C., Long J., Stobo R., *Strengthening capital markets – national progress and gaps*, IMF Departmental Paper 2022/012, International Monetary Fund, 2022.
- Cuervo-Cazurra A., Inkpen A., Musacchio A., Ramaswamy K., *Governments as owners: State-owned multinational companies*, „Journal of International Business Studies”, 2014, (45).
- Cuervo-Cazurra A., Li C., *State ownership and internationalization: The advantage and disadvantage of stateness*, „Journal of World Business”, 2021, 56(1).
- Czekaj J., *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017.
- Daske H., Hail L., Leuz C., Verdi R., *Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences*, „Journal of Accounting Research”, 2008, 46(5).
- De La Cruz A., Medina A., Tang Y., *Owners of the world's listed companies*, OECD Capital Market Series, Paris 2019.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.
- Demekas D.G., Nerlich A., *Creating domestic capital markets in developing countries*, IFC 2020.
- Demirel B., Erdem C., Eroğlu İ., *The crowding out effect from the European debt crisis perspective: Eurozone experience*, „International Journal of Sustainable Economy”, 2016, 9(1).
- Demirgüç-Kunt A., Levine R., *Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview*, „The World Bank Economic Review”, 1996, 10(2).
- Deng J., Zeng Y., He J., *Shareholding reform of state-owned enterprises and control*, „Frontiers of Business Research in China”, 2010, (4).
- Didier T., Levine R., Llovet-Montanes R., Schmukler S., *Capital market financing and firm growth*, World Bank, Washington DC 2019.

- Dmowski A., *Rynek kapitału*, [w:] *Rynki finansowe*, D. Prokopowicz, A. Dmowski (red.), Difin, Warszawa 2010.
- Doidge C., Karolyi G.A., Lins K.V., Miller D.P., Stulz R.M., *Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision*, „The Journal of Finance”, 2009, 64(1).
- Dusza M., *Rynek kapitałowy*, [w:] *System finansowy w Polsce*, Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Easterbrook F., Fischel D., *Mandatory disclosure and the protection of investors*, „Virginia Law Review”, 1984, (70).
- El Wassal K.A., *The development of stock markets: In search of a theory*, „International Journal of Economics and Financial Issues”, 2013, (3).
- Ewens M., Xiao K., Xu T., *Regulatory costs of being public: Evidence from bunching estimation*, „Journal of Financial Economics”, 2024, (153).
- Faccio M., Lang L.H., *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics”, 2002, 65(3).
- Fama E.F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance”, 1970, 25(2).
- Farrar J., *Corporate governance theories, principles and practice*, Oxford University Press, Oxford 2008.
- Ferrarini G., *Corporate governance changes in the 20th century: a view from Italy*, ECGI-Law Working Paper, 2005, (29).
- Fitzgerald E.P., *Business diplomacy: Walter Teagle, jersey standard, and the Anglo-French pipeline conflict in the Middle East, 1930–1931*, „Business History Review”, 1993, 67(2).
- Flores F., Musacchio A., *The return of state-owned enterprises*, „Harvard International Review”, 2009.
- Fratianne M., Marchionne F., *The fading stock market response to announcements of bank bailouts*, „Journal of Financial Stability”, 2013, 9(1).
- Gagliardi T., Gianfrate G., Vincenzi R., *Sovereign wealth funds' investments: The bondholders' perspective*, Working paper 2014, Bocconi University.
- Garcia V.F., Liu L., *Macroeconomic determinants of stock market development*, „Journal of applied Economics”, 1999, (1).
- George D., Mallery M., *SPSS for windows step by step: a simple guide and reference*, 17.0 update (10a ed.). Routledge, Nowy Jork, 2010.
- Gigol T., Kremczyńska-Gigol K., *Kryzys COVID-19 a zachowania spółek Skarbu Państw*, Konsorcjum Bezpieczeństwo Gospodarcze Polski, Warszawa 2021.
- Glaeser E., Shleifer A., *The rise of the regulatory state*, „Journal of Economic Literature”, 2003, 41(2).
- Gołębiowska M., *Spółki z udziałami własnościowymi państwa na giełdach papierów wartościowych – analiza porównawcza dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, [w:] *Różne oblicza transformacji w Polsce i na Świecie*, A. Rogoda, A. Skorupska, M. Wąsiński (red.), Warszawa 2021, Oficyna Wydawnicza SGH.
- Górski M., *Rynkowy system finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2018.
- Gostomski E., *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „International Business”, 2014, (33).
- Götz M., Jankowska B., *Internationalization by state-owned enterprises (SOEs) and sovereign wealth funds (SWFs) after the 2008 crisis. Looking for generalizations*, „International Journal of Management and Economics”, 2016, 50(1).
- Group of Thirty, *Long-term finance and economic growth. Report of the working group on long-term finance*,

- Group of Thirty, Washington DC 2013.
- Gruszczyńska-Brożbar E., *Płynność jako wyznacznik rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1996–2008*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 2010, (1).
- Guriev S., Megginson W., *Privatization: What we have learned*, „Annual Bank Conference on Development Economics”, 2006.
- Hryckiewicz A., *What do we know about the impact of government interventions in the banking sector? An assessment of various bailout programs on bank behavior*, „Journal of Banking & Finance”, 2014, 46(1).
- Hsu P.H., Liang H., Matos P., *Leviathan Inc. and corporate environmental engagement*, Finance Working Paper N° 526/2017, 2020.
- Huerta D., Perez-Liston D., Jackson D., *The impact of TARP bailouts on stock market volatility and investor fear*, „Banking and Finance Review”, 2011, (3).
- Jackson H.E., Zhang J., *Private and public enforcement of securities regulation*, [w:] *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon, W. Ringe (red.), Oxford Publishing, Oxford 2018.
- Jeżak J., *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji”, 2004, (9).
- Joyce M.A., Lasaosa A., Stevens I., Tong M., *The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom*, „International Journal of Central Banking”, 2011, 7(3).
- Kabaciński B., Kubiak J., Szarzec K., *Do state-owned enterprises underperform compared to privately owned companies? An examination of the largest polish enterprises*, „Emerging Markets Finance and Trade”, 2020, 56(13).
- Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Warszawa 2008.
- Kankaanpää J., Oulasvirta L., Wacker J., *Steering and monitoring model of state-owned enterprises*, „International Journal of Public Administration”, 2014, 37(7).
- Karolyi G.A., Liao R.C., *State capitalism's global reach: Evidence from foreign acquisitions by state-owned companies*, „Journal of Corporate Finance”, 2017, (42).
- King R.G., Levine R., *Finance and growth: Schumpeter might be right*, „The Quarterly Journal of Economics”, 1993, 108(3).
- Kleiman G.N., Morrissey E.R., *African Equity Markets*, „The Columbia Journal of World Business”, 1994, (2).
- Köndgen J., *Ownership and corporate governance of stock exchanges*, „Journal of Institutional and Theoretical Economics”, 1998, (154).
- Kopyściański M., *Granice ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi (MTF)*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wrocław 2013.
- Kornai J., *Miękkie ograniczenia budżetowe. Esej wprowadzający do tomu IV Dziel wybranych*, „Zarządzanie Publiczne”, 2014, (30).
- Kowalski P., Büge M., Sztajerowska M., Egeland M., *State-owned enterprises: Trade effects and policy implications*, „OECD Trade Policy Papers”, Nr. 147, OECD Publishing 2013.
- Kozak S., *Rynek finansowy*, [w:] *Finanse, instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, Podstawka M. (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017.
- Kozarzewski P., Bałtowski M., *Przedsiębiorstwa sektora publicznego w Polsce – próba zdefiniowania i*

- wyodrębnienia, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2016, 38(1).
- Kozarzewski P., Bałtowski M., *State Capitalism in Poland*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia”, 2022, 56(1).
- Kozarzewski P., *Polityka właścicielska państwa w okresie transformacji systemowej. Próba syntezy*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2019.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A., *The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy*, „National Bureau of Economic Research”, 2011, (43).
- Kuiken J., *Caught in transition: Britain's oil policy in the face of impending crisis, 1967-1973*, „Historical Social Research/Historische Sozialforschung”, 2014, (4).
- Kurlantzick J., *State capitalism: How the return of statism is transforming the world*, Oxford University Press, Oxford 2016.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., *What works in securities laws?*, „The Journal of Finance”, 2006, (1).
- Laeven L., Valencia F., *Systemic banking crises revisited*, „IMF Working Paper 18/206”, International Monetary Fund, Washington DC, 2018.
- Lee R., *The future of securities exchanges*, Working Paper of Financial Institutions Center - The Wharton School, 2002.
- Lesmond D.A., *Liquidity of emerging markets*, „Journal of Financial Economics”, 2005, (2).
- Leuz C., Wysocki P., *The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research*, „Journal of Accounting Research”, 2016, (54).
- Levine R., Zervos S., *Stock market development and long-run growth*, „The World Bank Economic Review”, 1996, 10(2).
- Lichosik A., *Skarbowe papiery wartościowe na rynku kapitałowym*, [w:] *Spółki skarbu państwa na rynku kapitałowym*, Kidyba A., Michalski M. (red.), Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
- Lie E., *Context and contingency: explaining state ownership in Norway*, „Enterprise & Society”, 2016, 17(4).
- Liu Q., Bai Y., Song H., *The crowding out effect of government debt on corporate financing: Firm-level evidence from China*, „Structural Change and Economic Dynamics”, 2023, (65).
- Lucas Jr R.E., *On the mechanics of economic development*, „Journal of Monetary Economics”, 1988, 22(1).
- Macey J., *Administrative agency obsolescence and interest group formation: A case study of the SEC at sixty*, „Cardozo Law Review”, 1994, (15).
- Majumdar S.K., *Assessing comparative efficiency of the state-owned, mixed, and private sectors in Indian industry*, „Public Choice”, 1996, 96(1).
- Malmendier U., *Law and finance at the Origin*, „Journal of Economic Literature”, 2009, 47(4).
- Marcinkiewicz J., *Procesy globalizacji a poziom rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: model miękki*, „Zarządzanie i Finanse”, 2013, 1(1).
- Marshall B.R., Nguyen N.H., Visaltanachoti N., *Liquidity measurement in frontier markets*, „Journal of International Financial Markets”, 2013, (27).
- Martins L., *Estado capitalista e burocracia no Brasil*, „RAE-Revista de Administração de Empresas”, 1986, 26(2).
- Masyhuri M., *Is Thailand better than Indonesia? A Comparative study between the listed state-owned enterprises (soes) corporate governance practices on disclosures and transparency*, „International Business

- Management”, 2017, 11(11).
- McLindon M.P., *Privatization and capital market development: Strategies to promote economic growth*, Praeger, Westport 1996.
- Meggison W.L., Lopez D., Malik A.I., *The rise of state-owned investors: sovereign wealth funds and public pension funds*, „Annual Review of Financial Economics”, 2021, 13(1).
- Meggison W.L., Netter J.M., *From state to market: A survey of empirical studies on privatization*, „Journal of economic literature”, 2001, 39(2).
- Meggison W.L., *Privatization, state capitalism, and state ownership of business in the 21st century*, „Foundations and Trends in Finance”, 2017, 11(1-2).
- Milewski R., Kwiatkowski E., *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2018.
- Milhaupt C.J., Pargendler M., *Governance challenges of listed state-owned enterprises around the world: national experiences and a framework for reform*, „Cornell International Law Journal”, 2017, 50(3).
- Milhaupt C.J., Pargendler M., *Related-party transactions in state-owned enterprises: Tunneling, propping, and policy channeling*, [w:] L. Enriques, T.H. Troeger (red.), *The law and finance of related party transactions*, Cambridge University Press, Nowy Jork 2019.
- Modigliani F., *Consumer spending and monetary policy: the linkages*, „Federal Reserve Bank of Boston Conference Series”, Paper no. 5, 1971.
- Morsy A., Rwegasira K., *An empirical investigation of the demutualization impact on market performance of stock exchanges*, „International Research Journal of Finance and Economics”, 2010, 40.
- Mroczek J., Bałtowski M., *Foreign state-owned enterprises in the world's largest economies—comparative and sectoral analysis*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H—Oeconomia”, 2022, 56(2).
- Mueller D., *Public choice III*, Cambridge University Press, Cambridge 2003.
- Musacchio A., Lazzarini S.G., *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*, Harvard University Press, Harvard 2014.
- Myint H., *Organizational dualism and economic development*, „Asian Development Review”, 1985, 3(1).
- Narayanawamy M., Blitzer C., Carvajal A., *The importance of local capital markets for financing development*, „International Finance Corporation”, 2017, (28).
- Ng W.J.N., *Comparative corporate governance: Why Singapore's Temasek model is not replicable in China*, „NYUJ Int'l L. & Pol.”, 2018, (51).
- OECD 2011, *State-owned enterprise governance reform: An inventory of recent change*, OECD Group.
- OECD 2013, *Privatisation and demutualisation of MENA stock exchanges: To Be or Not To Be?*, OECD Working Paper.
- OECD 2014, *The size and sectoral distribution of SOEs in OECD and partner countries*, OECD Publishing.
- OECD 2015, *OECD guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*.
- OECD 2015, *OECD review of the corporate governance of state-owned enterprises: Colombia*, OECD Publishing.
- OECD 2016, *State-owned enterprises as global competitors a challenge or an opportunity?*, OECD Publishing.
- OECD 2017, *The size and sectoral distribution of state-owned enterprises*, OECD Publishing.
- Okhmatovskiy I., Grosman A., Sun P., *Hybrid governance of state-owned enterprises*, [w:] *Oxford Handbook of State Capitalism and the Firm*, Wright M., Wood G.T., Cuervo-Cazurra A., Sun P., Okhmatovskiy I., Grosman A., Oxford University Press.

- O'Sullivan A., Sheffrin S.M., *Economics: Principles in action*, Pearson Prentice Hall, Hoboken 2005.
- Pargendler M., *State ownership and corporate governance*, „Fordham L. Rev.”, 2011 (80).
- Pietrewicz, L. *Perspektywy rozwoju giełdy papierów wartościowych w Warszawie*, „Studia Ekonomiczne”, INE PAN, 2013, 4(79).
- Popov A., *Evidence on finance and economic growth*, [w:] *Handbook of finance and development*, Beck T., Levine R. (red.), Edward Elgar Publishing, Northampton 2018.
- Rajan R.G., Zingales L., *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century*, „Journal of Financial Economics”, 2003, (1).
- Rajan, R.G., Zingales, L., *Which capitalism? Lessons from the east Asian crisis*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2005, 11(3).
- Ramos S.B., *Competition between stock exchanges: A Survey*, HEC-University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, Research Paper N° 77, February 2003.
- Robinson J., *The generalisation of the general theory*, [w:] *The rate of interest and other essays*, J. Robinson (red.), Palgrave Macmillan, London 1979.
- Rojas-Suarez L., *Towards strong and stable capital markets in emerging market economies*, BIS Paper, 2014.
- Romano J., *The need for competition in international securities regulation*, „Theoretical Inquiries in Law”, 2001, 2(2).
- Rosen D., Leutert W., Guo S., *Missing link: corporate governance in China's state sector*, Asia Society, San Francisco 2018.
- Rosłanowska-Plicheńska K., Jarosiński M., *Granice konkurencji*, Poltext, Warszawa 1996.
- Rousseau P.L., Wachtel P., *Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980–1995*, „Journal of Banking & Finance”, 2000, 24(12).
- Rydzewska A., *Finansjalizacja a klasyczne funkcje giełdy papierów wartościowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/Szkoła Główna Handlowa”, 2017, (154).
- Sadorsky P., *Financial development and energy consumption in Central and Eastern European frontier economies*, „Energy Policy”, 2011, 39(2).
- Sanjaya I.P.S., *Impact cash flow right leverage of controlling shareholder on performance in Indonesia*, „Jurnal Akuntansi”, 2016, 20(3).
- Sarr A., Lybek T., *Measuring liquidity in financial Markets*, IMF Working Paper, 2002, WP/02/232.
- Schaffaedin S.M., *Who is the Master? Who is the Servant? Market or government? An alternative approach: towards a coordination system*, UNCTAD Discussion Paper, 2004, No. 1975.
- Schmidt Ch.R., Mayer R.T., *Die Geschichte der Züricher Börse*, Effektenbörsenverein Zürich, Zürich 1977.
- Schwartz J., Zimmerman T., *Emerging markets and state-owned enterprises*, Wisdom Tree Research Market Insights, 2014.
- Scitovsky T., *Two concepts of external economies*, „Journal of Political Economy”, 1954, 62(2).
- Sękowski S., *The pros and cons of rent-seeking: Political rent in various research paradigms*, „Studia z Polityki Publicznej”, 2021, 8(2).
- Serifsoy B., *Demutualization, outsider ownership, and stock exchange performance: empirical evidence*, „Economics of Governance”, 2008, (9).
- Setting out the Store*, „The Economist”, 2014.

- Shiller R.J., *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Princeton 2015.
- Shleifer A., Vishny R.W., *A survey of corporate governance*, „The Journal of Finance”, 1997, 52(2).
- Silva A.C., Nerlich A., *Listing state-owned enterprises in emerging and developing economies: Lessons learned from 30 years of success and failure*, World Bank 2021.
- Sławiński A., Chmielewska A., *Zrozumieć rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2017.
- Slimane F. B., *The structural evolution of stock exchanges*, „Recherches en Sciences de Gestion”, 2012, (6).
- Smith B.M., *A History of the global stock market: From ancient Rome to silicon valleys*, University of Chicago Press, Chicago 2004.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Sprenger C., *State ownership in the Russian economy: Its magnitude, structure and governance problems*, „The Journal of Institute of Public Enterprise”, 2010, 33(1).
- Sroka I., *Unia rynków kapitałowych – wpływ na rynek kapitałowy w Polsce*, [w:] *Rynek kapitałowy – efektywność i ryzyko*, T. Czerwińska, A. Nowak (red.), Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2016.
- State capitalism in the dock*, „The Economist”, 2014.
- Stigler G., *Public regulation of the securities market*, „Journal of Business”, 1964, (37).
- Stiglitz J. E., *Capital market liberalization, economic growth, and instability*, „World Development”, 2000, 28(6).
- Stiglitz J.E., *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Stiglitz J.E., *Markets, market failures, and development*, „The American Economic Review”, 1989, 79(2).
- Subrahmanyam A., Titman S., *The going-public decision and the development of financial markets*, „The Journal of Finance”, 1999, (3).
- Szabados T., *Recent golden share cases in the Jurisprudence of the Court of Justice of the European Union*, „German Law Journal”, 2015, 16(5).
- Szarzec K., Dombi A., Matuszak P., *State-owned enterprises and economic growth: Evidence from the post-Lehman period*, „Economic Modelling”, 2021, (99).
- Szarzec K., *Państwo jako właściciel przedsiębiorstw polityka, gospodarka, dziedzictwo historyczne*, Wydawnictwo UEP, Poznań 2022.
- Szpringer W., *Pomoc publiczna jako instrument restrukturyzacji w świetle rozwiązań europejskich*, [w:] *Władza publiczna wobec przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, K. Sobczak (red.), Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, SGH, t. 72, Warszawa 1996.
- Szustak G., *Instytucjonalizacja rynku kapitałowego*, [w:] *Rynek finansowy*, Pyrka I. (red.), Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2010.
- Tan L.H., Wang J., *Modelling an effective corporate governance system for China's listed state-owned enterprises: issues and challenges in a transitional economy*, „Journal of Corporate Law Studies”, 2007, 7(1).
- The rise of state capitalism*, „The Economist”, 2012.
- UNCTAD, *World investment report 2021*, Geneva: UNCTAD, 2021.
- Van der Linde K., *Aspects of the cross-listing of securities*, „SA Mercantile Law Journal”, 2009, (5).
- Vining A., Laurin C., *State-owned enterprises hybrids*, [w:] *The Routledge handbook of state-owned enterprises*, Bernier L., Florio M., Bance P. (red.), New York, Routledge 2020.

- Vong A., Trigueiros D., *Indirect State Ownership and Corporate Performance of China's Privatized Companies*, 6th Finance Conference of the Portuguese Finance Network, Ponta Delgada, 2010.
- Walewicz P., *Rekonceptualizacja państwa w naukach o polityce jako podmiotu inherentnie środowiskowego*, „Świat Idei i Polityki”, 2021, 20(1).
- Wang J.C., Yi J., Zhang X., Peng M.W., *Pyramidal ownership and SOE innovation*, „Journal of Management Studies”, 2022, (7).
- Wang T., Wen C.Y., Seng J.L., *The association between the mandatory adoption of XBRL and the performance of listed state-owned enterprises and non-state-owned enterprises in China*, „Information & Management”, 2014, 51(3).
- Wilczek-Karczewska M., *Rozwój kolei żelaznych na ziemiach polskich w ujęciu historycznoprawnym*, „internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny (iKAR)”, 2015, 4(1).
- Wong S.M., *China's stock market: a marriage of capitalism and socialism*, „Cato Journal”, 2006, (26).
- World Bank, *Capital markets development: a primer for policymakers*, Washington 2020.
- Wrzeński M., Mikołajczyk O., Melnarowicz K., *Istota, funkcje oraz narzędzia rynku kapitałowego*, [w:] *Finanse u progu trzeciej dekady XXI wieku*, J. Ostaszewski, M. Iwanicz-Drozdowska (red.), Difin, Warszawa 2021.
- Wyciślak S., *Efekt zarażania w mechanizmie rozprzestrzeniania się kryzysu*, „Ekonomista”, 2012, (2).
- Zadora H., *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym: motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2011.
- Zhang L., *Corporate governance of Chinese state-controlled listed companies: a revisit through the lens of venture capital*, „European Business Organization Law Review (EBOR)”, 2014, 15(1).
- Zhang L., *Venture capital and the corporate governance of Chinese listed companies*, Springer Science & Business Media, Londyn 2011.
- Zhang T., Peng Y., *Construction of control rights allocation index of listed companies based on neural network and machine learning*, „Mathematical Problems in Engineering”, 2021, (1).
- Zingales L., *The future of securities regulation*, „Journal of Accounting Research”, 2009, 47(2).

## Źródła internetowe

- Airbus, Annual Report 2021, <https://www.airbus.com/en/investors/financial-results-annual-reports/annual-report-2021-quick-read> (dostęp: 21.02.2023).
- Engemann K.M., *What is quantitative tightening?* <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2019/july/what-is-quantitative-tightening> (dostęp: 01.10.2022).
- Historia NYSE, <https://www.nyse.com/history-of-nyse> (dostęp 20.01.2023).
- Index of Economic Freedom <https://www.heritage.org/index/> (dostęp 10.12.2022).
- International Union Construction Group, *The reform of state-owned listed companies, whose market capitalization accounts for nearly 30% of those listed in China and Hong Kong, continued to deepen*, [http://www.guojianjituan.com/en/index.php/Index/News\\_details/1219.html](http://www.guojianjituan.com/en/index.php/Index/News_details/1219.html) (dostęp: 23.05.2023).
- Kozieł H., *200 lat temu powstała pierwsza giełda papierów wartościowych w Warszawie*, <https://www.rp.pl/gielda/art2683331-200-lat-temu-powstala-pierwsza-gielda-papierow-wartosciowych-w-warszawie> (dostęp 23.10.2022).
- Meggison W.L., *Privatization Trends and Major Deals in 2012 and 1H2013*, <http://ssrn.com/abstract=2311798>

(dostęp: 08.05.2023).

Norks Hydro, A century on the Oslo stock exchange, <https://www.hydro.com/fr-LU/media/news/2009/a-century-on-the-oslo-stock-exchange/> (dostęp: 23.03.2023).

Petrobras, Shares, Dividends and Global Bonds <https://www.investidorpetrobras.com.br/en/shares-dividends-and-debts/shares/> (dostęp: 16.07.2023).

Pojęcia stosowane w statystyce publicznej, <https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/101.pojecie.html> (dostęp: 20.01.2023).

Rentowność szwajcarskich obligacji 10Y: <https://pl.tradingview.com/symbols/TVC-CH10Y/> (dostęp: 06.01.2023).

Rio Tinto, Annual Report 2022 <https://www.riotinto.com/-/media/content/documents/invest/reports/annual-reports/2022/rt-annual-report-2022.pdf> (dostęp: 17.08.2023).

State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council <http://en.sasac.gov.cn/directorynames.html> (dostęp 23.04.2023).

Transkrypcja przemówienia Joseph'a Yam'a: [https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/speeches/1998/08/speech\\_200898b/](https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/speeches/1998/08/speech_200898b/) (dostęp: 01.10.2022).

Wolahan B.K., State-owned enterprises—buyer beware?, <https://www.acadian-asset.com/investment-insights/equities/state-owned-enterprises-buyer-beware> (dostęp: 24.05.2023).

Word Bank Database, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (dostęp: 08.09.2022).

World Bank, *State-Owned Enterprise Challenges and World Bank Group Reforms*, <https://ieg.worldbankgroup.org/evaluations/state-your-business/chapter-1-state-owned-enterprise-challenges-and-world-bank-group> (dostęp: 24.08.2023).

World Economic Outlook Database Groups and Aggregates Information <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2021/01/weodata/groups.html> (dostęp 09.11.2021).

Worldwide Governance Indicators <http://www.govindicators.org/> (dostęp 10.12.2022).

Znaczenie pojęcia *cross listing*, <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/cross-listing> (dostęp

Serkland Invest AB, *Understanding Iran's Stock Market*, <https://www.serklandinvest.com/insights/2021/9/28/what-makes-irans-stock-market-so-unique>, (dostęp: 12.01.2025 r.)

## Spis tabel

|                                                                                                                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tabela 1.1.</b> Zestawienie największych giełd papierów wartościowych na koniec 2021 roku według ich kapitalizacji rynkowej .....                                               | 51  |
| <b>Tabela 1.2.</b> Spółki zagraniczne na największych giełdach świata (2021 r.) .....                                                                                              | 58  |
| <b>Tabela 1.3.</b> Największe światowe giełdy papierów wartościowych o prywatnej i spółdzielczej strukturze własności (stan na koniec 2021 r.).....                                | 62  |
| <b>Tabela 1.4.</b> Największe giełdy papierów wartościowych kontrolowane przez państwo (stan na koniec 2021 r.) .....                                                              | 63  |
| <b>Tabela 2.1.</b> Relacja między rodzajem a sposobem kontroli korporacyjnej w SGKP.....                                                                                           | 72  |
| <b>Tabela 3.1.</b> Giełdy papierów wartościowych wykorzystane do analizy empirycznej w latach 2010-2022 (według ich kapitalizacji rynkowej na koniec 2022 r.).....                 | 117 |
| <b>Tabela 3.2.</b> Dodatkowe giełdy papierów wartościowych wykorzystane do analizy empirycznej w roku 2022 (według ich kapitalizacji rynkowej na koniec 2022 r.).....              | 117 |
| <b>Tabela 4.1</b> Liczba i udziały liczbowe SGKP w grupach i podgrupach badanych giełd, 2022.....                                                                                  | 130 |
| <b>Tabela 4.2</b> Wartość i udziały w kapitalizacji SGKP w grupach i podgrupach badanych giełd, 2022.                                                                              | 131 |
| <b>Tabela 4.3</b> Udziały liczbowe i udziały w kapitalizacji SGKP w grupach i podgrupach giełd wykazujących obecność SGKP, 2022.....                                               | 132 |
| <b>Tabela 4.4</b> Podział SGKP według sposobu, rodzaju i stopnia kontroli państwa, 2022.....                                                                                       | 133 |
| <b>Tabela 4.5.</b> Wartość (mld USD) i udział w kapitalizacji SGKP w podziale według sposobu, rodzaju i stopnia kontroli, 2022.....                                                | 133 |
| <b>Tabela 4.6.</b> Sposób, rodzaj i stopień kontroli a poziom udziałów państwa w SGKP (grupa WLSE), 2022 .....                                                                     | 135 |
| <b>Tabela 4.7.</b> Liczba SGKP i udział w kapitalizacji (%) w zbiorach Top 20 dla badanych giełd z grupy WLSE, 2022 .....                                                          | 136 |
| <b>Tabela 4.8.</b> Liczba i udział w kapitalizacji SGKP w zbiorach Top 20 dla badanych giełd z grupy PCE, 2022 .....                                                               | 137 |
| <b>Tabela 4.9.</b> Giełdy o największej (lewa strona) oraz najmniejszej (prawa strona) łącznej wartości kapitalizacji SGKP (w mld USD) w zbiorach Top 20 w grupie WLSE, 2022 ..... | 137 |
| <b>Tabela 4.10.</b> Wartość kapitalizacji SGKP (mld USD) w zbiorach Top 20 na giełdach grupy PCE, 2022 .....                                                                       | 137 |
| <b>Tabela 4.11.</b> 30 największych światowych spółek giełdowych kontrolowanych przez państwo według wartości kapitalizacji (mld USD) w 2022 .....                                 | 139 |
| <b>Tabela 4.12.</b> Podział branżowy SGKP według grup giełd, 2022 .....                                                                                                            | 140 |
| <b>Tabela 4.13.</b> Udział (%) SGKP w wartości kapitalizacji (mld USD) w grupach giełd w podziale na branżę funkcjonowania, 2022.....                                              | 141 |
| <b>Tabela 4.14.</b> Podział branżowy SGKP według poziomu udziałów oraz sposobu i rodzaju kontroli państwa, 2022.....                                                               | 142 |
| <b>Tabela 4.15.</b> Liczba oraz udział zagranicznych SGKP w kapitalizacji w grupach giełd, 2022 .....                                                                              | 143 |
| <b>Tabela 4.16.</b> Zagraniczne SGKP w Top 20 na giełdach w grupach WLSE oraz PCE, 2022 .....                                                                                      | 144 |
| <b>Tabela 4.17.</b> Częstość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w grupie giełd WLSE w podziale na poziom udziałów państwa, 2022 .....                           | 145 |
| <b>Tabela 4.18.</b> Częstość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w podziale na poziom rozwoju gospodarczego, 2022 .....                                          | 146 |
| <b>Tabela 4.19.</b> Częstość wykorzystania mechanizmów lewarowania kontroli w SGKP w podziale na poziom demokracji kraju ulokowania giełdy, 2022.....                              | 147 |
| <b>Tabela 4.20.</b> Współwystępowanie mechanizmów lewarowania kontroli, 2022 .....                                                                                                 | 148 |
| <b>Tabela 4.21.</b> Zmiana liczby SGKP i udziału liczby SGKP w zbiorach Top 20 w podziale na grupy giełd, 2010-2022.....                                                           | 152 |
| <b>Tabela 4.22.</b> Zmiana wartości SGKP (mld USD) i udziału SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 w podziale na grupy giełd, 2010-2022 .....                                        | 152 |

|                                                                                                                                                                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tabela 4.23.</b> Zmiana liczby, wartości kapitalizacji oraz udziału SGKP w grupie PCE, 2010-2022...                                                                                                             | 153 |
| <b>Tabela 4.24.</b> Zmiana liczby i udziału w liczbie SGKP w podziale na rodzaj kontroli w grupie WLSE-32, 2010-2022.....                                                                                          | 155 |
| <b>Tabela 4.25.</b> Zmiana wartości i udziału w kapitalizacji SGKP w podziale na rodzaj kontroli w grupie WLSE-32, 2010-2022 .....                                                                                 | 155 |
| <b>Tabela 4.26.</b> Zmiana liczby i udziału w liczbie SGKP w podziale na rodzaj kontroli w grupie PCE w latach 2010-2022 .....                                                                                     | 156 |
| <b>Tabela 4.27.</b> Zmiana wartości i udziału w kapitalizacji SGKP w grupie PCE, 2010-2022 .....                                                                                                                   | 156 |
| <b>Tabela 4.28.</b> Giełdy o wzroście (część lewa) oraz spadku (część prawa) liczby SGKP w Top 20 w grupie WLSE-32, 2010-2022 .....                                                                                | 157 |
| <b>Tabela 4.29.</b> Zmiana liczby SGKP w Top 20 na giełdach w grupie PCE, 2010-2022.....                                                                                                                           | 157 |
| <b>Tabela 4.30.</b> Giełdy o wzroście (część lewa) oraz spadku (część prawa) udziału SGKP w kapitalizacji w Top 20 (w %) na giełdach z grupy WLSE-32, 2010-2022 .....                                              | 158 |
| <b>Tabela 4.31.</b> Zmiana udziału kapitalizacji (%) SGKP w kapitalizacji zbiorów Top 20 na giełdach z grupy PCE, 2010-2022 .....                                                                                  | 158 |
| <b>Tabela 4.32.</b> Przyczyny wykluczenia SGKP ze zbiorów Top 20 (%).....                                                                                                                                          | 160 |
| <b>Tabela 4.33.</b> Przyczyny zakwalifikowania się SGKP do zbioru Top 20 (%).....                                                                                                                                  | 161 |
| <b>Tabela 4.34.</b> Liczba SGKP w poszczególnych branżach w grupie WLSE-32, 2010-2022.....                                                                                                                         | 162 |
| <b>Tabela 4.35.</b> Udział w kapitalizacji (%) SGKP w poszczególnych branżach w grupie WLSE-32, 2010-2022 .....                                                                                                    | 162 |
| <b>Tabela 4.36.</b> Podział SGKP według liczby i ich udziału w kapitalizacji (%) w poszczególnych branżach w grupie PCE, 2010-2022.....                                                                            | 163 |
| <b>Tabela 4.37.</b> Zmiana liczby i udziału w kapitalizacji zagranicznych SGKP w latach 2010-2022.....                                                                                                             | 165 |
| <b>Tabela 4.38.</b> Zmiana udziału w kapitalizacji zagranicznych SGKP (%) na giełdach z grupy PCE, 2010-2022.....                                                                                                  | 165 |
| <b>Tabela 4.39.</b> Statystyki opisowe oraz współczynniki zmienności dotyczące liczby SGKP w zbiorach Top 20.....                                                                                                  | 166 |
| <b>Tabela 4.40.</b> Statystyki opisowe oraz współczynniki zmienności dotyczące udziału w kapitalizacji SGKP w zbiorach Top 20 .....                                                                                | 167 |
| <b>Tabela 4.41.</b> Rozkład częstości między sposobem kontroli w SGKP a charakterystykami kraju ulokowania giełdy oraz poziomem udziałów państwa .....                                                             | 168 |
| <b>Tabela 4.42.</b> Wartości współczynników Phi i V-Cramera dla zależności między poziomem rozwoju gospodarczego, poziomem demokracji i wielkością udziałów państwa a sposobem kontroli państwa w SGKP, 2022 ..... | 169 |
| <b>Tabela 4.43.</b> Rozkład częstości między rodzajem kontroli w SGKP a poziomem udziałów państwa i charakterystykami kraju ulokowania giełdy.....                                                                 | 170 |
| <b>Tabela 4.44.</b> Wartości współczynnika V-Cramera dla zależności między poziomem rozwoju gospodarczego, poziomem demokracji, udziałem państwa a rodzajem kontroli państwa w SGKP, 2022. ....                    | 170 |
| <b>Tabela 4.45.</b> Rozkład częstości między poziomem udziałów państwa w SGKP a charakterystykami kraju ulokowania giełdy .....                                                                                    | 171 |
| <b>Tabela 4.46.</b> Wartości współczynników Phi i V-Cramera dla zależności między poziomem rozwoju gospodarczego i demokracji w kraju a poziomem udziałów państwa w SGKP, 2022 .....                               | 171 |
| <b>Tabela 4.47.</b> Podstawowe statystyki opisowe badanych zmiennych wraz z testem Shapiro-Wilka (N = 40).....                                                                                                     | 173 |
| <b>Tabela 4.48.</b> Wartość korelacji wskaźników ze zmienną udział SGKP na giełdzie w 2022 roku (N = 40).....                                                                                                      | 174 |
| <b>Tabela 4.49.</b> Pierwszy utworzony model regresji .....                                                                                                                                                        | 177 |
| <b>Tabela 4.50.</b> Ostateczny model regresji wyjaśniający udział SGKP w kapitalizacji giełd .....                                                                                                                 | 178 |

## Spis rysunków

|                                                                                                            |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Rysunek 2.1.</b> Schematyczne przedstawienie pojęcia „spółka giełdowa kontrolowana przez państwo” ..... | 77 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

## Spis wykresów

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Wykres 1.1.</b> Rozwój giełd papierów wartościowych według miar względnych na koniec 2021 roku. 54           |     |
| <b>Wykres 4.1.</b> Udział SGKP (%) w ogólnej liczbie spółek w zbiorach Top 20 w grupie WLSE-32, 2010-2022 ..... | 150 |
| <b>Wykres 4.2.</b> Udział SGKP (%) w wartości kapitalizacji zbiorów Top 20 w grupie WLSE-32, 2010-2022. ....    | 151 |