

UNIWERSYTET TECHNOLOGICZNO-HUMANISTYCZNY
im. Kazimierza Pułaskiego w Radomiu
Wydział Nauk Ekonomicznych i Prawnych

mgr Łukasz Zięba

**Rynek giełdowy papierów wartościowych jako źródło zasilania finansowego
przedsiębiorstw w Polsce i w wybranych krajach Unii Europejskiej**

Autoreferat rozprawy doktorskiej

Promotor:
Prof. dr hab. Sławomir I. Bukowski, prof. zw.

Radom 2016

Spis treści

Przedmiot rozprawy.....	3
Cel, teza i hipotezy badawcze.....	3
Metody badawcze.....	4
Struktura pracy.....	5
Autorskie modele ekonometryczne.....	7
Wyniki badań – wnioski.....	9
Bibliografia (wybrane pozycje).....	11

Załączniki

Plan pracy.....	18
-----------------	----

1. Przedmiot rozprawy

Istotnym elementem rozważań dotyczących podjętego problemu badawczego były kwestie związane z różnymi źródłami pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Wybór właściwego źródła kapitału jest jednym z kluczowych problemów dla przedsiębiorstw, tym bardziej że mogą one korzystać z różnych metod zasilania kapitałowego w zależności od swoich potrzeb (emisja akcji i obligacji, papiery dłużne, kredyty i pożyczki bankowe, venture capital, leasing, factoring i inne).

Jednym z istotnych źródeł pozyskiwania kapitału jest giełda papierów wartościowych, gdzie przedsiębiorstwa mogą plasować emisje akcji i/lub obligacji i zwiększać odpowiednio kapitał własny lub pozyskiwać kapitał obcy. Giełda papierów wartościowych jest głównym konkurencyjnym źródłem pozyskiwania kapitału w stosunku do sektora bankowego i oferowanych przez ten sektor kredytów bankowych. Dlatego warto określić i zbadać kryteria wyboru związane z emisją akcji i/lub obligacji jako źródła finansowania przedsiębiorstw na tle innych metod i form finansowania, a także określić główne czynniki determinujące wybór przedsiębiorstw w tym zakresie. Koszt pozyskania kapitału jest istotnym czynnikiem, ale nie jedynym przy wyborze metod i źródeł finansowania.

Należy także dokonać porównania, jaka jest rola emisji akcji i/lub obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw na tle innych metod finansowania w różnych krajach Unii Europejskiej, w tym i w Polsce. Ma to związek z faktem, że miejsce giełdy papierów wartościowych, jako źródła pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynkach poszczególnych krajów jest różne, ze względu na różnice między gospodarkami z punktu widzenia makroekonomicznego, cech rynkowego systemu finansowego oraz czynników charakterystycznych dla danego rynku, np.: koszt kapitału, regulacje prawne, alternatywne metody pozyskiwania kapitału i ich dostępność.

2. Cel, teza i hipotezy badawcze

Celem badań w wyniku których powstała niniejsza praca była próba znalezienia odpowiedzi na temat znaczenia emisji instrumentów finansowych notowanych na giełdzie

papierów wartościowych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach UE oraz określenia czynników, które determinują znaczenie emisji instrumentów finansowych notowanych na giełdzie papierów wartościowych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach UE.

W pracy sformułowano następującą tezę: Pozyskiwanie kapitału z giełdy papierów wartościowych poprzez emisję akcji i obligacji jest istotnym źródłem finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Jednakże wykorzystanie tego źródła na tle finansowania z innych źródeł w długim okresie zależy od ukształtowanego modelu finansowego gospodarki, poziomu rozwoju gospodarczego i rozwoju finansowego, zwyczajów inwestycyjnych podmiotów gospodarczych, zaś w krótkim okresie od koniunktury na rynkach finansowych.

Przesłankami dla tak sformułowanej tezy były przyjęte następujące hipotezy badawcze:

Hipoteza 1. W gospodarkach, w których dominuje anglosaski model systemu finansowego (zorientowany rynkowo) giełda papierów wartościowych odgrywa większą rolę, jako źródło pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa, niż w modelu kontynentalnym systemu finansowego (zorientowanym bankowo),

Hipoteza 2. Emisja obligacji przedsiębiorstw odgrywa mniejszą rolę, jako forma pozyskiwania kapitału w krajach Europy kontynentalnej (w tym w Polsce) niż w krajach o modelu anglosaskim, co jest uwarunkowane większą rolą kredytu bankowego jako źródła finansowania,

Hipoteza 3. Im wyższy jest poziom rozwoju finansowego i gospodarczego, tym zazwyczaj większa jest skłonność przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału z giełdy papierów wartościowych,

Hipoteza 4. Istotnym czynnikiem determinującym emisję akcji i pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa kapitału z giełdy papierów wartościowych jest koniunktura giełdowa oraz rozmiary inwestycji przedsiębiorstw.

3. Metody badawcze

Metoda badawcza przyjęta w rozprawie polegała na analizie roli giełd papierów wartościowych, jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw w porównaniu

z kredytem bankowym długoterminowym w Polsce i innych wybranych krajach Unii Europejskiej oraz głównych czynników determinujących wybór emisji akcji i obligacji jako źródła finansowania.

W związku z powyższym została przeprowadzona analiza krytyczna literatury, analiza statystyczna oraz analiza ekonometryczna oparta na autorskich modelach ekonometrycznych.

W przypadku analizy literatury przedmiotu wykorzystano literaturę polską i zagraniczną – anglojęzyczną, a także materiały o charakterze faktograficznym oraz dokumenty i opracowania Banku Światowego, a także raporty analizowanych w pracy giełd.

Drugim etapem było zebranie niezbędnych danych statystycznych, ich selekcja, przygotowanie zestawień statystycznych.

Z kolei etap trzeci obejmował analizę statystyczną i ekonometryczną. W badaniach empirycznych własnych zastosowano metody analizy statystycznej oraz w przypadku gospodarki Polski - modele ekonometryczne i analizę wyników ich estymacji. Wyniki analizy badań empirycznych innych autorów pozwoliły również na dokonanie porównań z wynikami badań własnych autora. W badaniach empirycznych wykorzystano dane statystyczne pochodzące z baz danych *Financial Development and Structure Dataset (wrzesień 2015)*, bazy danych Ameco (*Annual Macro-Economic Database: ec.europa.eu/economy_finance*), bazy danych Banku Światowego (*data.worldbank.org*), bazy danych WFE (*World Federation of Exchanges*), bazy danych Eurostat (*ec.europa.eu/eurostat*) oraz witryn internetowych analizowanych w pracy giełd (Czechy – *www.pse.cz*, Francja – *euronext.com*, Grecja – *www.helex.gr*, Irlandia – *www.ise.ie*, Niemcy – *en.boerse-frankfurt.de* oraz *www.deutsche-boerse-cash-market.com*, Polska – *www.gpw.pl*, Węgry – *bse.hu*, Wielka Brytania – *londonstockexchange.com*).

4. Struktura pracy

Układ rozprawy doktorskiej został podporządkowany przyjętej tezie badawczej oraz weryfikacji empirycznej hipotez badawczych.

W rozdziale I omówiono giełdy papierów wartościowych jako instytucje rynku finansowego. Na wstępie dokonano przeglądu pojęciowego rynkowego systemu finansowego oraz scharakteryzowano funkcjonujące w gospodarce modele rynkowych systemów finansowych. W dalszej części rozdziału omówiono zasady funkcjonowania giełd papierów

wartościowych oraz ich rolę w alokacji kapitału, instrumenty notowane na giełdach (ze szczególnym uwzględnieniem akcji i obligacji) oraz opisano przyczyny emisji instrumentów finansowych na giełdach papierów wartościowych. W kolejnej części rozdziału I zaprezentowano wybrane teorie rynku kapitałowego, omówiono zagadnienie koniunktury giełdowej, a na zakończenie rozdziału omówiono relacje pomiędzy pośrednictwem finansowym a rynkiem kapitałowym.

W rozdziale II przedstawiono i dokonano porównania różnych źródeł (zewnętrznych i wewnętrznych, własnych i obcych) finansowania przedsiębiorstw. Następnie dokonano analizy wybranych teorii struktury przedsiębiorstwa. Na zakończenie rozdziału podjęto próbę zidentyfikowania najważniejszych kryteriów wyboru, jakimi kierują się przedsiębiorstwa starające się o zasilenia finansowe (można wskazać np. ryzyko niepowodzenia emisji akcji, konieczność dalszego zadłużania, dostępność alternatywnych metod pozyskiwania kapitału, wielkość pozyskiwanego kapitału, czas potrzebny na uzyskanie zasilenia finansowego, stopień sformalizowania danego rynku) z naciskiem na koszty pozyskania tego kapitału.

W rozdziale III dokonano analizy wpływu rozwoju finansowego na rozwój i wzrost gospodarczy w świetle teorii i wyników badań wybranych autorów. Zaprezentowano wyniki badań dla całej gospodarki oraz na poziomie przedsiębiorstw. Ponadto w rozdziale III dokonano identyfikacji i analizy czynników determinujących znaczenie giełdy papierów wartościowych w gospodarce z punktu widzenia zarówno teorii jak i praktyki. W rozdziale tym zostały w szczególności przedstawione czynniki determinujące wybór emisji instrumentów finansowych plasowanych na giełdzie jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw, a także czynniki mające wpływ na wielkość pozyskiwanego z tego źródła kapitału. Przedstawione zostały wyniki badań różnych autorów, w szczególności realizowane przy wykorzystaniu modeli panelowych.

Celem rozdziału IV było zaprezentowanie funkcjonowania i roli w gospodarce giełd papierów wartościowych w wybranych krajach Unii Europejskiej (Niemcy, Wielka Brytania, Francja, Irlandia, Grecja, Węgry, Czechy). W rozdziale zaprezentowano wybrane wskaźniki rozwoju finansowego, przedstawiono charakterystykę giełd w poszczególnych krajach, a na podstawie danych statystycznych dokonano analizy możliwych czynników determinujących ilość nowych emisji akcji i obligacji na tamtejszych giełdach oraz wielkości pozyskiwanego kapitału. W końcowej części rozdziału porównano wielkości kapitału pozyskanego z giełdy z kredytami bankowymi dla przedsiębiorstw.

Rozdział V, podobnie jak rozdział IV to w największym stopniu część empiryczna całej pracy mająca kluczowe znaczenie dla wniosków dotyczących Polski. Na wstępie dokonano analizy rynku finansowego w Polsce w okresie 1990 – 2012, z wykorzystaniem tych samych wskaźników, które użyto do oceny rozwoju finansowego państw analizowanych w rozdziale IV. Następnie przedstawiono charakterystykę oraz rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 1999-2014 wraz z wielkością emisji akcji i obligacji przedsiębiorstw. W następnej kolejności określono metodologię zbadania zależności rynek giełdowy – kapitał fizyczny – inwestycje przedsiębiorstw. Zbudowano w tym celu trzy modele ekonometryczne. W końcowej części rozdziału V zaprezentowano wyniki i wnioski wynikające z estymacji modelu, dokonano porównania wyników estymacji modelu zbudowanego dla Polski z wynikami podobnych badań przeprowadzonych przez innych autorów oraz podjęto próbę określenia czynników, które mają decydujący wpływ na pozyskiwanie kapitału z giełdy w Polsce.

5. Autorskie modele ekonometryczne

W celu zbadania wpływu koniunktury giełdowej, wielkości kapitalizacji giełdowej i wielkości inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa na pozyskiwanie kapitału z giełdy na drodze emisji akcji oraz wpływu rozmiaru rynku giełdowego oraz wielkości kapitału pozyskiwanego z giełdy na inwestycje przedsiębiorstw zbudowano model ekonometryczny.

W badaniu wykorzystano dane roczne za okres 1999-2014. Na podstawie dostępnych danych sformułowano trzy modele, które poddano estymacji metodą KMNK. Następnie utworzono trzy równania kointegrujące estymowane metodą KMNK, w których wykorzystano test kointegracji Engle'a – Grangera w celu wyeliminowania możliwości wystąpienia regresji pozornej.

Model 1 ma postać:

$$\ln IP_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln CAP_t + \alpha_2 \ln INV_{t-1} + u_t \quad (1)$$

gdzie:

α – wyraz wolny,

$\ln IP$ – logarytm naturalny kapitału pozyskanego przez emisję akcji na giełdzie w cenach stałych,

$\ln CAP$ – logarytm naturalny kapitalizacji giełdowej w cenach stałych w stosunku do PKB,

$\ln INV$ – logarytm naturalny inwestycji netto przedsiębiorstw w cenach stałych,

u – składnik resztowy,

t – okres bieżący,

$t-1$ – okres opóźniony o jeden rok.

Model 1 objaśnia kształtowanie się wielkości kapitału pozyskanego poprzez giełdową emisję akcji w zależności od przyjętych zmiennych: kapitalizacji giełdowej w cenach stałych w stosunku do PKB oraz inwestycji netto przedsiębiorstw w cenach stałych. Kapitalizacja giełdowa w cenach stałych (CAP) mierzy poziom rozwoju rynku giełdowego, zaś jej zmienność w czasie jest proxy zmiany koniunktury giełdowej.

Model 2 ma postać:

$$\ln INV_t = \beta_0 + \beta_1 \ln IP_{t-1} + \beta_2 \ln CAP_{t-1} + u_t \quad (2)$$

gdzie:

β – wyraz wolny.

Model 2 objaśnia kształtowanie się inwestycji netto przedsiębiorstw w zależności od dwóch zmiennych: kapitału pozyskanego z giełdy w drodze emisji akcji w cenach stałych oraz kapitalizacji giełdowej w cenach stałych.

Model 3 ma następującą postać:

$$\ln IP_t = \gamma_0 + \gamma_1 \ln INV_{t-1} + \gamma_2 \ln WIG_t + \gamma_3 \ln WIG_{t-1} + u_t \quad (3)$$

gdzie:

γ – wyraz wolny,

$\ln WIG$ – logarytm naturalny indeksu giełdowego WIG

Model 3 objaśnia kształtowanie się kapitału pozyskiwanego z giełdy poprzez emisję akcji w zależności od trzech zmiennych: inwestycji netto przedsiębiorstw w cenach stałych, wartości indeksu WIG oraz wartości indeksu WIG opóźnionej o jeden rok. W modelu 3 kształtowanie się indeksu WIG w czasie jest odzwierciedleniem zmian koniunktury giełdowej.

Wyniki estymacji KMNK modelu 1 wskazują, że wszystkie zmienne objaśniające są statystycznie istotne. Są również istotne ekonomicznie. Wzrost kapitalizacji giełdowej/PKB o 1 pkt. proc. wywołuje wzrost kapitału pozyskiwanego z giełdy przez emisję akcji o 1,65 pkt. proc., zaś wzrost tempa wzrostu inwestycji netto przedsiębiorstw o 1 pkt. proc. powoduje wzrost kapitału pozyskiwanego z giełdy o 1,05 pkt. proc. Wpływ obu omawianych zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą należy uznać jako silny.

Wyniki estymacji modelu 2 wskazują, że wzrost kapitału pozyskanego z giełdy przez emisję akcji oraz wzrost kapitalizacji giełdowej/PKB wywierają statystycznie i ekonomicznie istotny wpływ na wzrost inwestycji netto przedsiębiorstw. Wzrost kapitału pozyskiwanego z giełdy o 1 pkt proc wywołuje wzrost inwestycji netto przedsiębiorstw o 0,92 pkt proc.

W przypadku drugiej zmiennej objaśniającej i inwestycji netto zależność jest ujemna, ale dość silna. Wzrost kapitalizacji giełdowej/PKB o 1 pkt proc wywołuje spadek inwestycji netto o 1,82 pkt proc. Ujemną zależność uzasadnia to, że spadek kapitalizacji giełdowej jest związany z bessą lub głęboką korektą na rynku akcji. To zaś ogranicza możliwości emisji akcji.

Analiza wyników estymacji modelu 3 wskazuje na silny wpływ na pozyskiwanie kapitału z giełdy poprzez emisję akcji ze strony następujących zmiennych objaśniających: wzrost inwestycji netto przedsiębiorstw z poprzedniego okresu (zmienna opóźniona), wzrost wartości indeksu WIG z okresu bieżącego i poprzedniego. Najsilniejszy wpływ na wzrost kapitału pozyskanego z giełdy wywiera wzrost inwestycji netto przedsiębiorstw z poprzedniego okresu. Wzrost tych inwestycji o 1 pkt proc powoduje wzrost kapitału pozyskiwanego z giełdy o 6 pkt proc. Wynika to z faktu, że rozpoczęcie inwestycji w majątku trwałym wiąże się z zapotrzebowaniem na kolejne transze kapitału. Wpływ wzrostu wartości indeksu WIG jest również bardzo silny. Powodem tego jest to, że nowe emisje mogą być z sukcesem uplasowane na giełdzie w okresie hossy, a jej wynikiem jest wzrost wartości indeksu giełdowego.

6. Wyniki badań - wnioski

Z analizy krytycznej literatury przedmiotu wynika, że głównymi czynnikami decydującymi o wyborze emisji akcji i/lub obligacji na giełdzie papierów wartościowych są przede wszystkim wielkość przedsiębiorstwa, dostępność giełdowego źródła finansowania, dostępność alternatywnych źródeł finansowania, koszt pozyskania kapitału, czas potrzebny na otrzymanie środków finansowych i później czas potrzebny na spłatę zadłużenia, stopień swobody w sposobach wykorzystania uzyskanego kapitału, rodzaj działalności gospodarczej jaką prowadzi przedsiębiorstwo, zakres terytorialny działalności gospodarczej firmy, różne rodzaje ryzyka wynikające z wyboru danej metody finansowania działalności gospodarczej, konieczność dalszego zadłużania, wielkość pozyskiwanego kapitału.

Dostępność danego źródła finansowania zależy od różnych czynników, a m.in. od ogólnego poziomu rozwoju gospodarczego danej gospodarki, rozwoju rynków finansowych, stanu koniunktury gospodarczej (a także giełdowej) w momencie zgłaszania zapotrzebowania na kapitał, regulacji prawnych itp. Wymagania formalne i organizacyjne jakim musi sprostać firma chcąc uzyskać środki finansowe z giełdy lub banku to także czynnik decydujący o wyborze formy finansowania. Wielkość pozyskiwanego kapitału, możliwość dalszego jego pozyskiwania w uproszczonej formie, dostępność innych źródeł finansowania, możliwość łączenia różnych metod zasilania finansowego, czy też elastyczność w wydatkowaniu pozyskanych środków to te kryteria, które przedsiębiorstwa muszą brać pod uwagę w czasie poszukiwania właściwego dla siebie źródła zasilania kapitałowego.

Analiza wyników badań różnych autorów oraz własna analiza statystyczna potwierdzają hipotezę pierwszą. W anglosaskim systemie finansowym (zorientowanym rynkowo) giełda papierów wartościowych odgrywa większą rolę jako źródło pozyskiwania kapitału niż w niemieckim systemie finansowym (zorientowanym bankowo). Jednakże znaczenie giełdy papierów wartościowych w pozyskiwaniu kapitału jest zróżnicowane w zależności od badanego kraju. Świadczy o tym analiza źródeł i skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w Irlandii i Wielkiej Brytanii. Warto tutaj również zauważyć, że w badanym okresie 1999-2014 w Wielkiej Brytanii coraz większą rolę odgrywały emisje obligacji korporacyjnych. Ponadto analiza danych statystycznych dotycząca Francji pozwala na wysunięcie wniosku, że w tym kraju po utworzeniu wspólnego rynku Euronext istotną rolę w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa miała giełdowa emisja obligacji przedsiębiorstw, a rozwój tego segmentu rynku jest większy niż w Wielkiej Brytanii i Niemczech.

W krajach Europy kontynentalnej o systemie finansowym zorientowanym bankowo (w tym w Polsce), większą rolę w pozyskiwaniu kapitału odgrywał kredyt bankowy niż emisja akcji i obligacji. Potwierdza to zatem hipotezę 2. Ponadto, należy podkreślić, że analiza statystyczna wykazała, że w przypadku kapitału pozyskiwanego z giełdy papierów wartościowych dzięki emisji akcji przedsiębiorstwa w Polsce pozyskują większą kwotę kapitału niż z emisji obligacji korporacyjnych. Jest to uwarunkowane między innymi tym, że ważną alternatywą dla emisji obligacji w Polsce jest kredyt bankowy oraz pozagiełdowy rynek obligacji korporacyjnych organizowany przez banki. Ponadto giełdowy rynek obligacji

korporacyjnych w Polsce jest jeszcze rynkiem młodym, o ograniczonej płynności i znacznym ryzyku dla inwestorów.

Wyniki analizy krytycznej literatury oraz przeprowadzona w pracy analiza statystyczna potwierdzają prawdziwość hipotezy 3. W krajach o wyższym poziomie rozwoju gospodarczego i rozwoju finansowego, do których należą Francja, Niemcy, Wielka Brytania wielkość pozyskiwanego kapitału z giełdy papierów wartościowych jest nieporównanie wyższa niż w krajach o niższym poziomie rozwoju gospodarczego i finansowego do których należą Czechy, Grecja, Irlandia, Polska, Węgry. Warto tutaj również zauważyć, że w Polsce wartość pozyskiwanego kapitału z giełdy papierów wartościowych poprzez nowe emisje akcji była większa niż w przypadku Czech, Irlandii, Grecji i Węgier w okresie 2005-2012. Natomiast Polska ma jeden z najniższych wskaźników pozyskiwania kapitału z giełdy papierów wartościowych poprzez emisje obligacji korporacyjnych. W całym badanym okresie tylko wartość kapitału pozyskanego przez giełdową emisję obligacji korporacyjnych w Grecji była niższa niż w Polsce. Jednakże 2013 r. przyniósł niewielką zmianę gdyż emisja obligacji przedsiębiorstw na giełdzie w Polsce po raz pierwszy w badanym okresie była wyższa od tej wartości dla Węgier. Ponadto kapitalizacja spółek krajowych notowanych na warszawskiej giełdzie była wyższa w całym badanym okresie od kapitalizacji spółek krajowych w Czechach i na Węgrzech. Z kolei od 2007 r. do 2014 r. kapitalizacja spółek krajowych notowanych na warszawskiej giełdzie była wyższa niż kapitalizacja spółek irlandzkich na giełdzie w Dublinie, a w okresie 2008-2014 kapitalizacja była większa niż kapitalizacja krajowych spółek notowanych na giełdzie w Atenach.

Wyniki przeprowadzonych badań pozwalają również stwierdzić, że ważnymi czynnikami determinującymi wielkość pozyskiwanego kapitału poprzez emisje papierów wartościowych na giełdzie są – koniunktura giełdowa oraz wielkość inwestycji przedsiębiorstw. Analiza wyników estymacji trzech autorskich modeli ekonometrycznych dotyczących Polski oraz wyniki badań innych autorów potwierdzają prawdziwość hipotezy 4.

Pozytywna weryfikacja wszystkich hipotez badawczych pozwala na gruncie logicznym potwierdzić przyjętą w rozprawie doktorskiej tezę. Ponadto, przeprowadzone badania empiryczne z zastosowaniem metod statystycznych i modeli ekonometrycznych, oraz analiza krytyczna wyników badań empirycznych innych autorów potwierdzają wnioski płynące ze szczegółowej analizy teoretycznej dotyczącej czynników determinujących wielkość kapitału pozyskiwanego z giełdy papierów wartościowych.

7. Bibliografia (wybrane pozycje)

- Allen F., Gale D., *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2001.
- Antkiewicz S., *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.
- Bailey R. E., *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press 2005.
- Banaszczak-Soroka U., Zawadzka P., *Struktura systemu finansowego*, [w:] *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, U. Banaszcak-Soroka (red.), Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2012.
- Baker M., Wurgler J., *Market Timing and Capital Structure*, „The Journal of Finance” 2002, t. 57, nr 1.
- Beck T., Demigurc-Kunt A., Levine R., *A New Database on Financial Development and Structure*, „World Bank Economic Review” 2000, nr 14.
- Beck T., Demigurc-Kunt A., Levine R., *Financial Institutions and Markets across Countries over Time: Data and Analysis*, „Policy Research Working Paper” nr 4943, World Bank Maj 2009.
- Beck T., Demigurc-Kunt A., Levine R., Maksimovic V., *Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence*, The World Bank 2000.
- Bednarczyk J., *Weksel w przystępny sposób*, BEL-DRUK, Tarnów 2004.
- Bernat A. K., *Finansowe determinanty rozwoju i wzrostu konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] *Polityka wzrostu gospodarczego w Polsce i w Unii Europejskiej*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), CeDeWu, Warszawa 2008.
- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1999.
- Bitz M., *Produkty bankowe. Rynek usług finansowych*, Poltext, Warszawa 1996.
- Bodie Z., Kane A., Marcus A. J., *Investments*, McGraw-Hill, Nowy Jork 2005.
- Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 2001.
- Brealey R. A., Myers S. C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 1991.
- Brown P., *An Introduction to the bond markets*, Wiley Finance 2006.

- Bukowski S. I., *Development of Financial Markets and Economic Growth: Case of Poland, Greece, Italy, Ireland*, [w:] *Eseje z polityki gospodarczej i rynków finansowych*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, G. A. Olszewska (red.), Wydawnictwo Politechniki Radomskiej, Radom 2009.
- Bukowski S. I., *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej. Czechy, Polska, Słowacja, Słowenia, Węgry – obszar euro*, Spatium, Radom 2013.
- Bukowski S. I., *Międzynarodowa Integracja Rynków Finansowych – pojęcie, efekty, bariery*, [w:] *Nowe zjawiska na rynku finansowym*, T. Gruszecki, J. Bednarz (red.), Wydawnictwo KUL, Lublin 2012.
- Bukowski S. I., *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2011.
- Bukowski S. I., *Rozwój rynków finansowych a wzrost gospodarczy; przypadek Polski*, [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, J. Misala (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.
- Bukowski S. I., *Analiza porównawcza stopnia integracji węgierskiego i słowackiego giełdowego rynku akcji z giełdowym rynkiem akcji w obszarze euro*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica”, 273, Łódź 2012.
- Bukowski S. I., *Development of equity market and its significance in the slovak economy*, „Central European Review of Economics and Finance”, t. 4, nr 1, Radom 2014.
- Bukowski S. I., *Development of Financial Markets and Economic Growth: Poland against the Background of selected EU Countries*, http://www.stat.unipg.it/aissec2009/Documents/papers/80_Bukowski.pdf, [dostęp 14.03.2012].
- Bukowski S. I., *Development of Financial Markets and Economic Growth: Case of Poland and Ireland*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica”, Łódź 2010.
- Bukowski S. I., *Rozwój rynków finansowych a wzrost gospodarczy w obszarze Euro-12*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” nr 268, Łódź 2012.
- Bukowski S. I., *Stopień integracji giełdowego rynku akcji w Polsce z giełdowym rynkiem akcji w strefie euro*, „Ekonomista” 2010, nr 5.
- Bukowski S. I., *Stopień integracji rynków finansowych na obszarze euro*, „Ekonomista” 2012, nr 3.
- Caporale G. M., Howells P. G. A., Soliman A. M., *Stock Market Development and Economic Growth: The Casual Linkage*, „Journal of Economic Development” 2004, t. 29.

- Chen N., Roll R., Ross S., *Economic Forces and the Stock Market*, „The Journal of Business” 1986, t. 59, nr 3.
- Chun H., Smith S. C., *New Issues in Emerging Markets: Determinants, Effects and Stock Market Performance of IPOs in Korea*, „Journal of Emerging Market Finance” 2000, nr 9.
- Cihak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R., *Benchmarking Financial Development around the World*, „Policy Research Working Paper” nr 6175, World Bank, sierpień 2012.
- Claessens S., Laeven L., *Financial Development, Property Rights and Growth*, The World Bank 2002, „Policy Research Paper” nr 2924.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Stock market development and firm financing choices*, „Policy Research Working Paper”, The World Bank 1995, nr 1461.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy Teorii*, PWN, Warszawa 2000.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Dziawgo D., *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń, 2004.
- Eiteman D. K., Stonehill A. I., Moffett M. H., *Multinational Business Finance*, Pearson Education, edycja 13, USA 2013.
- Fabozzi F. J., *Corporate Bonds*, [w:] *The Handbook of Financial Instruments*, F. J. Fabozzi (red.), Wiley Finance, New Jersey 2002.
- Fabozzi F. J., *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Fry M. J., *Money. Interest and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore 1995.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Gruszecki T., *Instytucje i rynki finansowe*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości im. Bogdana Jańskiego, Warszawa 1998.

- Henderson B. J., Jegadeesh N., Weisbach M. S., *World markets for raising new capital*, „NBER Working Papers” 2004, nr 10225.
- Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, FERK, Warszawa 2008.
- Kim W., Weisbach M. S., *Do Firms Go Public to Raise Capital?*, „NBER Working Paper” 2005, nr 11197.
- Kim W., Weisbach M. S., *Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective*, „NBER Working Paper” 2005, nr 11797.
- King R. G., Levine R., *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, „The World Bank Working Papers” 1993, nr 1083.
- Kosterna U., *System pośrednictwa finansowego – struktura, funkcje, związki ze wzrostem gospodarczym*, [w:] *Pośrednictwo finansowe a rozwój gospodarczy*, T. Banasik, A. Kosztowniak, M. Sobol, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Kosztowniak A., *Zmiany stopy oszczędzania i inwestycji oraz ich determinanty w Polsce w latach 1991-2007*, [w:] *Problemy regionalizmu i globalizacji*, J. Rymarczyk, M. Domiter, W. Michalczyk, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 221, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Kruschwitz L., *Finansowanie i inwestycje*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Krysiak A., *Procesy integracyjne na światowych rynkach akcji i ich skutki*, [w:] *Globalizacja i integracja regionalna a wzrost gospodarczy*, S. I. Bukowski (red.), CeDeWu, Warszawa 2010.
- Levinson M., *Guide to Financial Markets*, The Economist, Londyn 2005.
- Levine R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, „NBER Working Paper” 10766, wrzesień 2004.
- Levine R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, t. 35, czerwiec 1997.
- Łon E., *Czy polityka stóp procentowych NBP i EBC ma wpływ na stopę zwrotu Warszawskiego Indeksu Giełdowego*, [w:] *Nowe zjawiska na rynku finansowym*, T. Gruszecki, J. Bednarz (red.), Wydawnictwo KUL, Lublin 2012.
- Madura J., *Financial Markets and Institutions*, South-Western 2010.
- Matysek-Jędrych A., *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt” nr 10, NBP 2007.

- Matysek-Jędrych A., *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt” nr 1, NBP 2008.
- Mayo H. B., *Wstęp do inwestowania*, Wydawnictwo K. E. Liber, Warszawa 1997.
- Merton R. C., Bodie Z., *A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment*, [w:] *The Global Financial System. A Functional Perspective*, D.B. Crane, K.A. Froot, S.P. Mason, A.F. Perold, R.C. Merton, Z. Bodie., E.R. Sirri., P. Tufano (red.), Harvard Business School Press, Boston 1995.
- Mikita M., *Nowa rola rynku finansowego w gospodarce światowej*, [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, J. Misala, (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.
- Mikołajek-Gocejna M., *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, SGH, Warszawa 2008.
- Milo W., *Finansowe rynki kapitałowe*, PWN, Warszawa 2000.
- Mishkin F. S., Eakins S. G., *Financial Markets and Institutions*, Pearson/Addison-Wesley 2006.
- Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Mishkin F. S., *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, „NBER Working Paper” 2001, nr 8617.
- Myers S. C., Majluf N. S., „*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*”, „Journal of Financial Economics” 1984, t. 13, No. 2, 1984.
- Myers S. C., Majluf N. S., *Stock Issues and Investment Policy When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „NBER Working Paper” 1982, nr 884.
- Myers S. C., *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” lipiec 1984, t. 39, No. 3.
- Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Niedziółka P., *Pozyskiwanie kapitału przez podmioty gospodarujące drogą emisji papierów udziałowych i dłużnych w Polsce a finansowanie za pomocą kredytu bankowego*, [w:] *Bankowość detaliczna. Potrzeby, szanse, zagrożenia*, G. Rytlewska (red.), PWE, Warszawa 2005.
- Olbrych B., *Wybrane procesy kształtujące współczesny system finansowy*, [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, J. Misala, (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.

- Olszewska G., *System bankowy a uwarunkowania wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowej na przykładzie Polski, Czech, Słowacji i Węgier*, SPATIUM, Radom 2013.
- Olszewska G., *Teoretyczne podstawy kształtowania się stóp procentowych na rynkach finansowych w warunkach globalizacji*, [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, J. Misala, (red.), CeDeWu, Warszawa 2009.
- Osiński J., Wyczański P., Tymoczko D., Grąt A., *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003*, NBP, Warszawa 2004.
- Owsiak K., Pruchnicka-Grabias I., *Leasing*, [w:] *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce. Wybrane aspekty*, I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelałowska (red.), CeDeWu, Warszawa 2006.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, "The Journal of Finance" 1998, t.53, nr 1.
- Pietrzak B., Polański Z., *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2000.
- Pruchnicka-Grabias I., *Publiczna emisja papierów wartościowych jako źródło kapitału*, [w:] *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce. Wybrane aspekty*, I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelałowska (red.), CeDeWu, Warszawa 2006.
- Pszczółka I., *Funkcjonowanie rynku papierów wartościowych i jego znaczenie dla wzrostu gospodarczego w Polsce*, [w:] *Pośrednictwo finansowe a rozwój gospodarczy*, T. Banasik, A. Kosztowniak, M. Sobol (red.), CeDeWu, Warszawa 2013.
- Rousseau P. L., Wachtel P., *Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on timing and Outcomes, 1980-1995*, „Journal of Banking and Finance” 2000, nr 24.
- Sieradzka K., *Rola inwestorów wysokiego ryzyka i ośrodków innowacji w systemie transferu i komercjalizacji wiedzy*, [w:] *Ludzie, zarządzanie i gospodarka*, Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach 2013, Rok 17.
- Sobańska-Helman K., Sieradzan P., *Inwestycje Private Equity/Venture Capital*, Key Text, Warszawa 2013.
- Starzeński O., *Analiza rynków finansowych*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2011.
- Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, PLACET, Warszawa 1997.

Wasilewska H., Janowska A., *Emisja akcji w drodze oferty publicznej na przykładzie spółek giełdowych*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 11-12.

Załącznik nr 1

Plan pracy

Wstęp	6
-------------	---

Rozdział I Giełda Papierów Wartościowych jako instytucja rynkowego systemu finansowego

1. Pojęcie rynkowego systemu finansowego i struktury finansowej	10
2. Modele rynkowych systemów finansowych – model zorientowany bankowo oraz model zorientowany rynkowo	14
2.1. Model zorientowany bankowo	14
2.2. Model rynkowo zorientowany	18
3. Giełda papierów wartościowych jako instytucja rynku finansowego	23
3.1. Rynek finansowy	23
3.2. Segmenty rynku finansowego	26
3.3. Zasady funkcjonowania giełdy.....	32
3.4. Rodzaje giełd	36
4. Instrumenty finansowe notowane na giełdzie papierów wartościowych	41
4.1. Akcje i obligacje.....	41
4.2. Pozostałe instrumenty finansowe	48
5. Emisja instrumentów finansowych i jej przyczyny	50
6. Teorie rynku kapitałowego	53
6.1. Teoria portfela	53
6.2. Model jednoczynnikowy W. Sharpe'a	55
6.3. Model Wyceny Aktywów Kapitałowych	57
6.4. Teoria arbitrażu cenowego	60
6.5. Teoria rynku efektywnego	62
7. Koniunktura giełdowa	65
8. Pośrednictwo finansowe a giełdy papierów wartościowych	67

Rozdział II Kryteria wyboru źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa

1. Emisja akcji i obligacji a inne źródła finansowanie przedsiębiorstwa	71
1.1. Emisja akcji i obligacji jako źródła finansowania przedsiębiorstw	71
1.2. Inne źródła finansowania działalności przedsiębiorstw	77
2. Teorie struktury kapitałowej i wartości przedsiębiorstwa	84
3. Koszt kapitału jako kryterium wyboru źródła finansowania	93
4. Inne kryteria wyboru	98

Rozdział III Czynniki determinujące znaczenie giełdy papierów wartościowych w gospodarce w teorii i badaniach empirycznych

1. Poziom rozwoju gospodarczego i rozwój finansowy a znaczenie giełd papierów wartościowych jako źródeł finansowania	103
2. Koniunktura giełdowa a pozyskiwanie kapitału z giełdy	116
3. Inne czynniki determinujące znaczenie giełdy w finansowaniu przedsiębiorstw	120

Rozdział IV Emisja akcji i obligacji na rynku giełdowym jako źródło finansowania przedsiębiorstw w wybranych krajach unii europejskiej

1. Poziom rozwoju gospodarczego i finansowego badanych krajów Unii Europejskiej (Niemcy, Wielka Brytania, Francja, Irlandia, Grecja, Węgry, Czechy)	125
2. Charakterystyka giełd papierów wartościowych w badanych krajach i ich roli w gospodarce.....	133
2.1. Giełda papierów wartościowych w Niemczech	133
2.2. Giełda papierów wartościowych w Wielkiej Brytanii	139
2.3. Giełda papierów wartościowych we Francji	144
2.4. Giełda papierów wartościowych w Irlandii	147
2.5. Giełda papierów wartościowych w Grecji	149
2.6. Giełda papierów wartościowych na Węgrzech	152
2.7. Giełda papierów wartościowych w Czechach	155
3. Koniunktura giełdowa w okresie 1999-2014	157
4. Nowe emisje akcji	162

5. Nowe emisje obligacji przedsiębiorstw	167
6. Kapitał pozyskiwany przez przedsiębiorstwa z giełdy a kredyty bankowe dla przedsiębiorstw	169
7. Czynniki determinujące pozyskiwanie kapitału z giełdy	171

Rozdział V Emisja akcji i obligacji na rynku giełdowym jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Polsce

1. Rozwój rynku finansowego w Polsce w latach 1990-2012	175
2. Rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie	178
3. Koniunktura giełdowa w okresie 1999-2014.....	183
4. Nowe emisje akcji i obligacji przedsiębiorstw	185
5. Przyczyny małego wykorzystania obligacji korporacyjnych jako źródła finansowania	189
6. Wielkość kapitału pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa z giełdy a kredyty bankowe	191
7. Model: rynek giełdowy – kapitał fizyczny – inwestycje przedsiębiorstw	193
7.1. Dane statystyczne	193
7.2. Metodologia	193
7.3. Wyniki estymacji modelu i wnioski	195
8. Porównanie wyników estymacji modelu dla Polski z wynikami podobnych badań w wybranych krajach UE	199
9. Czynniki determinujące pozyskiwanie kapitału z giełdy w Polsce	201

Wnioski 204

Bibliografia 207

Spis tabel 225

Spis rysunków 227