

Agata Adamska

Wykluczenie akcji z obrotu giełdowego na GPW w Warszawie jako specyficzny rodzaj ryzyka inwestycyjnego

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 348-361

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

AGATA ADAMSKA

WYKLUCZENIE AKCJI Z OBROTU GIEŁDOWEGO NA GPW W WARSZAWIE JAKO SPECYFICZNY RODZAJ RYZYKA INWESTYCYJNEGO

Większość inwestorów działających na rynku akcji traktuje zakup walorów wyłącznie jako inwestycję o charakterze finansowym. Nie dążą oni do uzyskania decydującego wpływu na emitentów akcji, a jedynie realizują strategię „kup i trzymaj”, połączoną z budową zdywersyfikowanego portfela. W takiej sytuacji jednym z czynników mogących mieć wpływ na wynik inwestycji, jest wycofanie z obrotu giełdowego akcji, będących składnikiem portfela inwestycyjnego. Z punktu widzenia inwestorów na szczególną uwagę zasługuje wpływ wycofania akcji z obrotu na następujące parametry inwestycji: czas trwania, dywersyfikację portfela oraz dochód z inwestycji.

Jak podkreślają autorzy nielicznych opracowań z tego zakresu, pomimo jego znaczenia do tematu wykluczenia akcji z obrotu giełdowego w literaturze nie przykładano się jak dotąd należytej uwagi¹. Niniejszy artykuł ma przybliżyć zjawisko pokazując punkt widzenia inwestora działającego na GPW w Warszawie.

¹ Np. Sanger G.C., James D.P. *An Empirical Analysis of Common Stock Delistings*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.25 No.2, June 1990;; Das S., Saudagaran S.M., Sinha R., *An empirical Examination of NYSE Stocks Voluntarily De-listing from the Tokyo Stock Exchange*, Review of Accounting and Finance, vol.3, issue 4, 2004

Podstawy prawne wykluczenia akcji z obrotu giełdowego

Wykluczenie akcji z obrotu na GPW, zgodnie z obecnie obowiązującymi przepisami², odbywa się w drodze decyzji Zarządu Giełdy podejmowanej na żądanie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), na wniosek emitenta lub też z własnej inicjatywy. Tak szeroki zakres dopuszczonych wnioskodawców wynika z rozwoju obrotu giełdowego i prawa z nim związanego. Pierwsza ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych³ przewidywała jedynie wykluczenie będące skutkiem niedopełnienia obowiązków informacyjnych. Tak więc pierwotnie wykluczenie mogło mieć wyłącznie charakter sankcyjny. Organy nadzoru z tego uprawnienia skorzystały po raz pierwszy dopiero w 1999 roku w odniesieniu do spółki Universal S.A. Wcześniej – w 1997 roku – miały miejsce wykluczenia akcji z obrotu giełdowego spowodowane połączeniami spółek giełdowych: Banku Gdańskiego (połączenie z BIG) i Polifarbu Wrocław (połączenie z Polifarbem Cieszyn).

Przełomowym wydarzeniem w omawianym zakresie było przyznanie w 1997 roku w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁴ emitentom prawa do występowania do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (której kompetencje przejęła w 2007 roku KNF) z wnioskiem o wykluczenie akcji z obrotu publicznego (pojęcie funkcjonujące w ówczesnym systemie prawa). Wykluczenie takie skutkowało wykluczeniem również z obrotu giełdowego. Pierwszą spółką, która już w 1998 roku skorzystała z możliwości dobrowolnego wyjścia z giełdy, był Wedel S.A. Od tego czasu jest to najpowszechniejszy powód wykluczenia akcji z obrotu giełdowego. Występuje najczęściej w sytuacji, gdy branżowy inwestor strategiczny po przejęciu kontroli nad spółką notowaną na GPW ocenia, że koszty pozostania na giełdzie przewyższają korzyści. W jednym przypadku inicjatorem wycofania akcji spółki z obrotu giełdowego był założyciel spółki, który po wprowadzeniu akcji do obrotu w 1995 roku i po pięciu latach notowań stwierdził, że giełda nie spełnia jego oczekiwań. Spółką ta była Zasada Centrum S.A.

² Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi Dz.U. Nr 183, poz. 1538 oraz Regulamin Giełdy uchwalany przez Radę Giełdy i zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego

³ Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Dz.U. Nr 35 poz. 155

⁴ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Dz.U. Nr 118 poz. 754

Inną przyczyną wykluczenia akcji z obrotu giełdowego może być utrata przez emitenta bytu prawnego na skutek upadłości⁵. Pierwszy raz takie zdarzenie miało miejsce w 2000 roku i dotyczyło Polisy S.A.

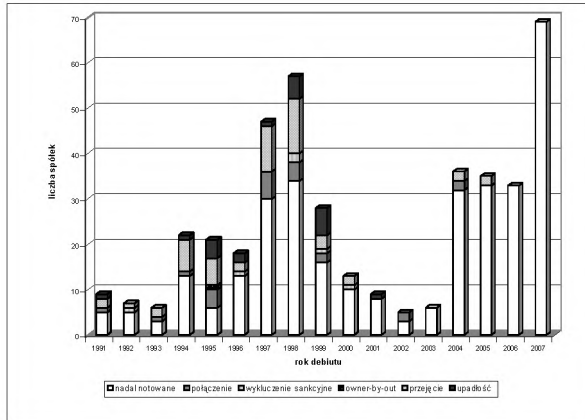
Wykluczenia akcji z obrotu giełdowego w latach 1991-2007 – skala zjawiska

Aby określić profil ryzyka związanego z wykluczeniem akcji z obrotu na GPW przeprowadzono analizę tego zjawiska. Badaniem objęto wszystkie spółki, których akcje były wprowadzone do systemu notowań giełdowych na GPW w okresie od 1991 do 2007 roku. Dane pochodziły od spółek (przede wszystkim z systemu Emitent, a później ESPI), z raportów i opracowań KDPW oraz GPW.

W latach 1991-2007 z obrotu giełdowego zostały wykluczone akcje 102 spółek, co stanowi 23% wszystkich podmiotów debiutujących na GPW w tym okresie. Proces wykluczania akcji z obrotu miał jednak w kolejnych latach dość zróżnicowany przebieg, zarówno pod względem przyczyn podjęcia takiej decyzji, jak i pod względem liczby wykluczanych akcji. Inwestor, kupując losowo wybrane akcje po debiucie na GPW w latach 1991-2007, miał ponad 75% szansy na to, że na koniec 2007 roku akcje te jeszcze były notowane. Jednak, jeżeli kupił akcje spółki debiutującej w 1995 roku, prawdopodobieństwo to spada do niecałych 30%. Dość niski współczynnik „przetrwania” na GPW wykazują również akcje spółek debiutujących w 1993 roku (50%). Natomiast spośród spółek debiutujących w latach 2003, 2006 i 2007 żadna nie opuściła parkietu.

Rys. 1 oprócz danych dotyczących liczby debiutujących spółek pokazuje również, jaka część z nich przestała być notowana wraz z przyczyną wykluczenia akcji z obrotu giełdowego. Jak widać, najczęstszą przyczyną wykluczenia, dotyczącą spółek debiutujących niemal we wszystkich latach, jest przejście spółki (w sumie aż 51 przypadków – połowa wszystkich wyjść z giełdy), kolejne przyczyny to połączenie z inną spółką giełdową (23 przypadki) i upadłość (21 przypadków). Na uwagę zasługuje fakt, że z tego ostatniego powodu w rozpatrywanym okresie nie wykluczono żadnej spółki, która zadebiutowała po roku 2001. Marginalne znaczenie mają natomiast dwie pozostałe przyczyny: wykluczenie sankcyjne (6 spółek) i wycofanie przez założyciela (1 spółka).

⁵ Dyl M., Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego, Przegląd Prawa Handlowego, 9/2004



Rys. 1. Losy spółek giełdowych od dnia debiutu do dnia 31.12.2007 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW i komunikatów spółek.

Wpływ wykluczenia akcji z obrotu na czas trwania inwestycji

Strategia „kup i trzymaj” jest strategią długofalową, dlatego wykluczenie akcji z obrotu poprzez skrócenie czasu trwania inwestycji może w istotny sposób wpływać na jej efekty. W celu oceny skali zjawiska zbadano czas, jaki w przypadku każdej ze spółek upłynął od dnia pierwszego notowania akcji (nie praw do akcji, jak w ostatnich statystykach GPW⁶) do dnia ostatniej sesji giełdowej, na której obrót nimi był możliwy.

Czas, w jakim akcje spółek, które opuścili parkiet, były notowane na GPW waha się w przedziale od 412 dni (Ivax Corporation) do 5539 dni (Wólczanka). Średnia arytmetyczna dla wszystkich 102 spółek to 2238 dni, a mediana 1953 dni. Wydaje się, że podane przedziały czasowe są dość długie, jednak ponieważ nie wszyscy inwestorzy kupują akcje w dniu pierwszego notowania, w rezultacie horyzont inwestycji znacznie się skraca. Co jeszcze ważniejsze, czas w jakim spółki były notowane jest bardzo zróżnicowany (odchylenie standardowe wynosi aż 1183 dni). W dodatku obliczenia uwzględniają kalendarzową liczbę dni między debiutem a ostatnim notowaniem, a nie liczbę rzeczywistych dni sesyjnych, których jest z reguły dużo mniej zarówno ze względu na sposób funkcjonowania giełdy (np. początkowo notowania odbywały się tylko raz ty-

⁶ Np. *Rocznik Giełdowy 2007*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, czy *Rocznik Giełdowy 2008*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.com.pl,

godniowo, z czasem wprawdzie liczba sesji rosła, ale i tak jest ich najwyżej pięć tygodniowo), jak i na ograniczenia związane z samymi walorami (np. zawieszenie notowań).

Jednak oprócz samego czasu notowania walorów istotna jest także przyczyna wykluczenia akcji. W przypadku upadłości spółki samo wycofanie akcji ma charakter wtórny w stosunku do rzeczywistego problemu, jakim jest kondycja spółki. Inwestor i tak prawdopodobnie byłby skłonny zamknąć taką inwestycję, niezależnie od tego, czy akcje byłyby dalej notowane, czy nie. Podobnie rzecz się ma z wykluczeniem sankcyjnym – karane są w ten sposób spółki, które nie spełniają wymogów ustawowych np. w zakresie obowiązków informacyjnych, bądź faktycznie brak na ich walorach obrotów. Z punktu widzenia inwestora są więc mało wiarygodne, jako cel inwestowania.

Odmierna sytuacja występuje w przypadku przekształceń statusu prawnego emitentów, ponieważ dotyczy to z reguły spółek w dobrej kondycji finansowej, stanowiących interesujący przedmiot inwestycji. Wycofanie na wniosek akcjonariusza strategicznego spółki po jej przejściu jest najbardziej dotkliwym przyspieszonym zakończeniem inwestycji, ponieważ oznacza utratę przyszłych potencjalnych zysków. Jeśli natomiast wycofanie akcji następuje na skutek połączenia z inną spółką, również giełdową, inwestor otrzymując w zamian akcje tej drugiej może kontynuować inwestycję, jednak w zmienionej formule.

Reasumując, z punktu widzenia inwestora ryzyko wykluczenia akcji z obrotu giełdowego jest spowodowane zarówno ograniczonym czasem notowania akcji na GPW, jak i dużą zmiennością okresu giełdowego „życia” akcji oraz brakiem możliwości wpływania na tą długość.

Wpływ wykluczenia akcji z obrotu na możliwość dywersyfikacji portfela

Z punktu widzenia inwestora budującego zdywersyfikowany portfel istotna może być przynależność spółki do określonego sektora. Analiza spółek wychodzących pod kątem kryterium sektorowego pozwala stwierdzić, że do końca 2007 roku emitenci ci należeli do 15 sektorów. Najwięcej spółek należało do sektorów: przemysłu spożywczego (18), budownictwa (17) i przemysłu chemicznego (13). Pozostałe sektory to: przemysł elektromaszynowy, informatyka, handel, banki, przemysł lekki, przemysł materiałów budowlanych, usługi inne, przemysł metalowy, ubezpieczenia, media, finanse - inne, przemysł drzewny i papierniczy. Zestawienie danych dotyczących liczby spółek, których

akcje zostały wykluczone z obrotu giełdowego, według sektorów i przyczyn wykluczenia zawiera Tabela 1.

Tabela 1. Klasyfikacja spółek według sektorów i przyczyn wykluczenia akcji z obrotu giełdowego

Przyczyna wykluczenia Sektor	Wykluczenie sankcyjne	Upadłość	Połączenie	Przejęcie	Inne	Razem
przemysł spożywczy	1	1	4	12		18
budownictwo	1	8	4	4		17
przemysł chemiczny			2	11		13
przemysł elektromaszyno- wy		1	1	6	1	9
informatyka		2	5	1		8
handel	2	3		2		7
banki			6	1		7
przemysł lekki		1	1	2		4
przemysł materiałów budowlanych				3		3
usługi inne		1		2		3
przemysł metalowy		1		2		3
ubezpieczenia		1		2		3
media	1			2		3
finanse - inne	1	1		1		3
przemysł drzewny i pa- pierniczy		1				1
Razem	6	21	23	51	1	102

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze spółek

Analiza przyczyn wykluczenia z obrotu giełdowego w powiązaniu z sektorem działania wskazuje na duży wpływ procesów konsolidacyjnych zachodzących w niektórych sektorach. I tak, największe znaczenie miały wycofania na wniosek emitenta następujące po przejęciu w sektorach: przemysłu spożywczego (12), przemysłu chemicznego (11), elektromaszynowego (6) i przemysłu materiałów budowlanych (wprawdzie tylko 3 przypadki, ale to 100% z tego sektora). Istotne były także połączenia, skutkujące wycofaniem jednej z łączących się spółek. Szczególnie dotyczy to sektorów informatycznego (5 spółek) i bankowego (6). Duża liczba wykluczeń związana z upadłością daje się natomiast zauważyć w sektorach budownictwa (8), handlu (3) oraz przemysłu drzewnego i papierniczego (1).

Wprawdzie niektóre sektory są zbyt słabo reprezentowane na GPW, żeby odwzorowywać całą gospodarkę, jednak losy ogółu spółek giełdowych dość dobrze odzwierciedlają procesy zachodzące w poszczególnych jej obszarach. To spostrzeżenie może być pomocne w przewidywaniu wykluczenia akcji w przyszłości.

Ponadto zauważalna jest tendencja do wycofywania po przejęciu spółek, które jako jedyne z danej branży są notowane na GPW. Tak było z cementownią Górażdże w 1999 r. oraz Izolacją Zduńska Wola (przemianowaną na Icopal) w 2002 roku. Jednak nie można tego wniosku uogólnić na wszystkie przypadki, ponieważ Żywiec, który jest ostatnią spółką branży piwnej na GPW i ma inwestora branżowego z większościowym udziałem, od wielu lat utrzymuje *status quo*.

Wpływ wykluczenia akcji z obrotu na dochód z inwestycji

Z punktu widzenia oceny wpływu wykluczenia z akcji na dochód z inwestycji największe znaczenie będą miały: wartość wpływów, jakie można uzyskać na koniec trwania tej inwestycji oraz czas jej zakończenia (ryzyko reinwestycji).

Najbardziej niekorzystna sytuacja z punktu widzenia opłacalności inwestycji to decyzja zakupu akcji spółki, która potem ogłasza upadłość. Inwestor, który nie zakończył inwestycji, kiedy jeszcze akcje były notowane na giełdzie, musi w takiej sytuacji albo sprzedać akcje w transakcji prywatnej, albo czekać na zakończenie postępowania likwidacyjnego, spłatę wszystkich wierzycieli i dopiero wtedy, jeśli jeszcze coś zostanie z majątku likwidowanej spółki, dostanie przypadającą na niego wypłatę.

Kolejny niekorzystny z punktu widzenia inwestora przypadek, to wykluczenie sankcyjne. Wszystkie spółki, które zostały wykluczone z powodów proceduralnych i tak ogłosiły upadłość, sytuacja więc jest podobna do wcześniejszej z tym, że wykluczenie sankcyjne może stanowić dla inwestora większe zaskoczenie, utrudniając mu zamknięcie inwestycji w czasie, gdy walory danej spółki są jeszcze notowane. Z drugiej strony, jednak sposób radzenia sobie z narastającymi trudnościami był w wykluczonych spółkach dużo bardziej godzący w interesy inwestorów, niż w przypadku „zwykłej” upadłości. W efekcie szansa na uzyskanie jakichkolwiek wpływów z takiej inwestycji jest jeszcze bardziej iluzoryczna.

Wycofanie spółki na wniosek emitenta, z inicjatywy jego większościowego akcjonariusza, oznacza dla inwestora mniejszościowego, że akcje będzie mógł sprzedać (w odpowiedzi na wezwanie – obowiązek ogłoszenia wezwania nakłada na wycofujących spółkę z obrotu ustawa), bądź nawet będzie musiał, jeśli WZA emitenta zdecyduje o przymusowym wykupie akcji („squeeze out”). Tak więc, zakończenie inwestycji w takiej sytuacji kończy się uzyskaniem wpływów pieniężnych, jednak często uzyskana kwota niekorzystnie odbiega od tej, którą inwestor mógłby otrzymać, gdyby inwestycja była kontynuowana.

Wprawdzie prawo przewiduje dolne limity ceny w wezwaniu mające chronić akcjonariuszy mniejszościowych (m.in. wzywający musi zaproponować cenę nie niższą od średniego kursu z poprzednich sześciu miesięcy), jednak w wielu przypadkach wykupywanie akcji przebiega w sposób powodujący niezadowolone inwestorów. BPH (1998-99), Polifarb Dębica (1999), Agros (2001) to tylko niektóre z takich przypadków. Są wprawdzie badania⁷, których wyniki pokazują statystycznie istotny efekt premii dla akcjonariuszy mniejszościowych w zamian za odsprzedaż akcji, jednak w nich punktem odniesienia jest bieżący kurs akcji w momencie ogłoszenia informacji o zamiarze wycofania spółki z obrotu, a nie ceny płacone przez inwestorów strategicznych przy wcześniejszym nabywaniu pakietów akcji.

Ostatni z powodów wykluczenia akcji na GPW to połączenie emitenta z inną spółką, również giełdową. W takiej sytuacji inwestor otrzymuje akcje spółki przejmującej w zamian za akcje spółki wycofywanej. Po dokonaniu takiej operacji inwestor ma wybór – czy akcje otrzymane sprzedać, kończąc inwestycję, czy zachować jako kontynuację strategii „kup i trzymaj”. Problemem może jednak być kwestia parytetu wymiany akcji, czyli w konsekwencji kwoty uzyskanej z inwestycji.

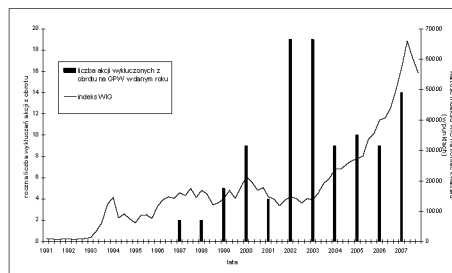
Oprócz kwoty uzyskanej z danej inwestycji na dochód inwestora wpływa również moment zamknięcia inwestycji, wiążący się z możliwością reinwestycji uzyskanych kwot. Jak zostało to przedstawione kwestia reinwestycji dotyczy w zasadzie jedynie sytuacji wykluczenia akcji z giełdy na wniosek emitenta, ewentualnie w niektórych przypadkach połączenia spółek.

Na rys. 2. została przedstawiona liczba wykluczeń akcji z obrotu giełdowego w poszczególnych latach oraz wartość indeksu WIG na koniec kolejnych

⁷ Kowalewski O., *Wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych w procesie wycofywania spółek z obrotu giełdowego*, Bank i Kredyt, luty 2006

kwartałów. Jak widać, akcje największej liczby spółek zostały wykluczone w latach 2002-2003 (po 19 rocznie), czyli w okresie bessy i początku hossy. Powoduje to dla inwestorów problemy związane z niską wyceną wykluczanych akcji w sytuacji postępowania na wniosek emitenta, ale z drugiej strony możliwość względnie taniego zakupu kolejnych walorów.

Wykluczenia w innych okresach były mniej intensywne, jednak w latach tych z kolei występowało dodatkowe zjawisko – dość duża liczba IPO, co oznaczało dla inwestora możliwość zainwestowania nie tylko w spółki już notowane, wyżej wyceniane na skutek hossy, ale i w nowo wchodzące. Tak więc, również z punktu widzenia reinwestycji, wykluczenie akcji z obrotu giełdowego może mieć dla inwestora realizującego strategię „kup i trzymaj” negatywne skutki.



Rys. 2. Liczba spółek, których akcje zostały wykluczone z obrotu na GPW na tle indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Ocena ryzyka wykluczenia akcji z obrotu giełdowego na GPW z perspektywy inwestora

Jak zauważają W. Tarczyński i M. Mojsiewicz, ryzyko polega na tym, że „dzisiejsza decyzja może nie przynieść w przyszłości oczekiwanych efektów”⁸. W rozpatrywanym kontekście dotyczy to sytuacji, w której powodem efektów innych od oczekiwanych jest wykluczenie akcji z obrotu giełdowego. Inwestor powinien zatem starać się ocenić to szczególne ryzyko.

Badania D. Kahnemana i A. Twerskiego wykazały, że ludzie podejmując decyzje posługują się nieświadomymi uproszczonymi regułami wnioskowania, nazywanymi heurystykami. Dotyczy to także inwestorów, którzy w praktyce

⁸ Mojsiewicz M., Tarczyński W., *Zarządzanie ryzykiem :podstawowe zagadnienia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s.11

dokonując szacowania ryzyka wykluczenia akcji z obrotu publicznego, będą bazowali na heurystykach dostępności, reprezentatywności czy symulacji. Uprawnione zatem wydaje się przyjęcie założenia, że z perspektywy inwestora ocena tego ryzyka zależeć będzie od częstości występowania zjawiska w przeszłości.

T. Tyszka i T. Zaleśkiewicz: łącząc ocenianie ryzyka z koniecznością szacowania prawdopodobieństw stwierdzają, że „...dla ludzi bardziej naturalne jest posługiwanie się danymi szacunkowymi (frekwencyjnymi) niż wartościami warunkowych lub bezwarunkowych prawdopodobieństw.”⁹

Sytuacja, w której „na podstawie badań częstości występowania zdarzenia w przeszłości wnioskujemy o szansach jego wystąpienia w przyszłości”¹⁰ odpowiada prawdopodobieństwu opartemu na częstościach względnych – jednej z kategorii prawdopodobieństwa sklasyfikowanych przez R. Weatherforda.

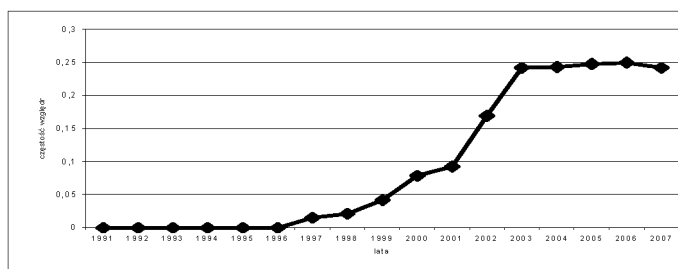
Prawdopodobieństwo oparte na częstościach względnych jest granicą, do której dąży stosunek liczby zdarzeń danego rodzaju (w tym przypadku wykluczeń akcji z obrotu giełdowego) do całkowitej liczby wszystkich rozważanych zdarzeń (notowań akcji na GPW) przy zwiększaniu liczby elementów próby (poprzez uwzględnianie zdarzeń zachodzących w kolejnych latach). Na rys. 3. zamieszczono wartości częstości względnych ujmujących pojawiające się informacje o debiutach i wykluczeniach akcji w kolejnych latach na GPW w Warszawie. Początkowo (od 1991 do 1996 roku) zjawisko wykluczeń nie występowało w ogóle, później (do roku 2003) następowało stopniowe nasilenie częstości zdarzeń wykluczenia w całej populacji spółek giełdowych.

Po tym okresie częstość względna wykluczenia akcji z obrotu giełdowego zaczęła się stabilizować (mimo dynamicznego wzrostu zarówno liczby wykluczeń, jak i samych spółek giełdowych). W oparciu o dane dotyczące wykluczenia akcji z obrotu publicznego na GPW od początku istnienia giełdy do końca 2007 roku można zatem oszacować prawdopodobieństwo wykluczenia akcji jednej spółki z obrotu giełdowego:

$$P(x = \text{wykluczenie akcji z obrotu giełdowego}) = 0,25$$

⁹ Tyszka T., Zaleśkiewicz T., *Racjonalność decyzji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 212

¹⁰ Weatherford R., *Philosophical Foundations of Probability Theory*., Routledge and Kegan Paul, Henley 1982 [za:] Zielonka P. „Wiedziałem, że to się zdarzy” Nasz Rynek Kapitałowy 11/131, listopad 2001



Rys. 3. Częstość względna wykluczenia akcji z obrotu giełdowego na GPW w kolejnych latach

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

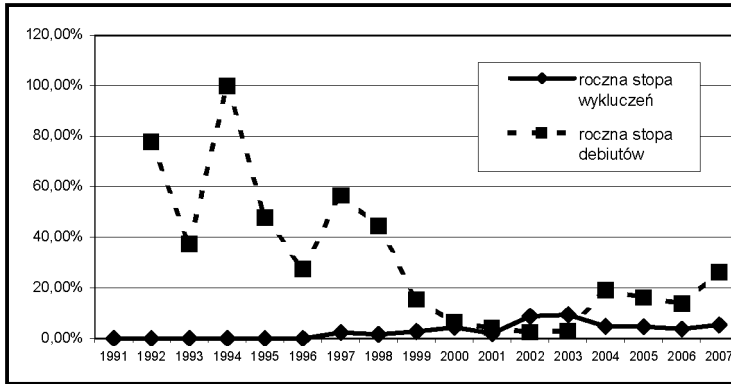
Podjmując decyzje o zakupie akcji na podstawie analizy częstości względnych, inwestor, stosujący strategię „kup i trzymaj”, będzie spodziewać się, że około 25% z nich zostanie wycofane z obrotu giełdowego.

Inwestor może ocenić jednak, że przedstawiony sposób szacowania prawdopodobieństwa jest niewystarczający, aby zdecydować jakie działania w odniesieniu do ryzyka podjąć – szacunki bowiem nic nie mówią na temat rozkładu zdarzeń w czasie.

Rys. 4 pokazuje roczną stopę debiutów i roczną stopę wykluczeń akcji z notowań na GPW na przestrzeni lat 1991-2007. Z punktu widzenia inwestora istotna jest zarówno stopa debiutów, która pokazuje jak wiele nowych możliwości inwestycyjnych pojawia się w każdym roku na GPW, jak i stopa wykluczeń, pokazująca, jak wiele spółek przestaje być dostępnych. Jak widać obie te stopy wykazują się w rozpatrywanym okresie dość dużą zmiennością.

Początkowy okres – do roku 1996 – charakteryzuje bardzo wysoka stopa debiutów (co jest efektem niskiej bazy – we wczesnej fazie na rynku tym notowanych było kilka, kilkanaście spółek) i brak wykluczeń (co zostało omówione wcześniej). Kolejne lata, to malejąca stopa debiutów (od 1997 roku) i rosnąca wykluczeń, co doprowadziło w latach 2002 i 2003 do sytuacji, kiedy liczba debiutów była mniejsza od liczby wykluczeń akcji. Jednak po tym okresie stopa debiutów znów przewyższa znacząco stopę wykluczeń.

Analiza rocznej stopy wykluczeń pokazuje, że inwestor działający na GPW w Warszawie musi liczyć się z dużą zmiennością tej stopy w czasie - rozpiętość rocznej stopy wykluczeń wynosi od 0% do 9,45%. Tak duża zmienność utrudnia wykorzystanie danych z przeszłości do szacowania prawdopodobieństwa wykluczenia akcji w przyszłości, zwiększając tym samym ryzyko inwestycji.



Rys. 4. Roczne stopy debiutów i wykluczeń na GPW w Warszawie w latach 1991-2007
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

Podsumowanie

Wykluczenie akcji z obrotu giełdowego niesie dla inwestorów ryzyko związane ze skróceniem czasu inwestycji i jej zakończeniem w momencie nie przez nich wybranym, z ograniczeniem dywersyfikacji portfela oraz zmniejszeniem wpływów na zamknięciu inwestycji.

W analizach dotyczących zastosowania metod budowy portfeli dokonywanych *ex post*, pomijane są spółki, które w okresie objętym analizą zostały wykluczone z notowań¹¹. Jednak inwestorzy podejmujący decyzje *ex ante* nie mogą tego dokonać. Narażają się tym samym na ryzyko, jakie niesie dla nich wykluczenie akcji z obrotu. Stosowana przez nich ocena ryzyka oparta na heurystykach lub szacowaniu prawdopodobieństwa opartego na częstościach względnych może okazać się niewystarczająca. Dlatego problematyka ryzyka wykluczenia akcji z obrotu powinna stać się przedmiotem dalszych badań. Jednym z ich kierunków może być stworzenie modelu oceny ryzyka.

Model taki powinien uwzględniać fakt, że w sytuacji wykluczenia akcji z obrotu występują elementy różnych szczegółowych rodzajów ryzyka:

- ryzyka wydarzeń (*event risk*),
- ryzyka niedotrzymania warunków (*default risk*),
- ryzyka bankructwa (*bankruptcy risk*),

¹¹ Np. Luniewska M., Tarczyński W., *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006; s.60 czy Bartkowiak M., *Efektywność strategii stochastycznej dominacji na GPW*, [w:] *Prace z ekonometrii finansowej*, Jurek W. [red.], Zeszyty naukowe AE w Poznaniu, 2003.

- ryzyka rynkowej płynności (*liquidity risk*),
- ryzyka reinwestowania (*reinvestment risk*),
- ryzyka wykupu na żądanie (*call risk*).¹²

Opracowany model pozwoliłby inwestorom podejmować bardziej racjonalne decyzje.

Literatura

1. Bartkowiak M., *Efektywność strategii stochastycznej dominacji na GPW*, [w:] Prace z ekonometrii finansowej, Jurek W. [red.], Zeszyty naukowe AE w Poznaniu, 2003.
2. Das S., Saudagaran S.M., Sinha R., *An empirical Examination of NYSE Stocks Voluntarily De-listing from the Tokyo Stock Exchange*, Review of Accounting and Finance, vol.3, issue 4, 2004.
3. Dyl M., *Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego*, Przegląd Prawa Handlowego, 9/2004.
4. Luniewska M., Tarczyński W., *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
5. Kowalewski O., *Wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych w procesie wycofywania spółek z obrotu giełdowego*, Bank i Kredyt, luty 2006.
6. Mojsiewicz M., Tarczyński W. *Zarządzanie ryzykiem :podstawowe zagadnienia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
7. Regulamin Giełdy uchwalany przez Radę Giełdy i zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego.
8. Rocznik Giełdowy 2007, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.com.pl
9. Rocznik Giełdowy 2008, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.com.pl
10. Tarczyński W. *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
11. Sanger G.C., James D.P., *An Empirical Analysis of Common Stock Delistings*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.25 No.2, June 1990.

¹² Tarczyński W., *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s.145-146.

12. Tyszka T., Zaleskiewicz T., *Racjonalność decyzji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
13. Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi Dz.U. Nr 183, poz. 1538.
14. Ustawa z dnia 22.03.1991 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. Nr 35 poz. 155.
15. Ustawa z dnia 21.08.1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. Nr 118 poz. 754.
16. Weatherford R., *Philosophical Foundations of Probability Theory*, Routledge and Kegan Paul, Henley 1982.
17. Zielonka P. „Wiedziałem, że to się zdarzy” Nasz Rynek Kapitałowy 11/131, listopad 2001.

STRESZCZENIE

Wykluczenie akcji z obrotu giełdowego stało się trwałym elementem publicznego rynku akcji w Polsce. Artykuł pokazuje ryzyko, jakie to zjawisko niesie dla inwestorów stosujących strategię „kup i trzymaj”, poprzez analizę wpływu wycofania akcji na trzy istotne parametry inwestycji: czas trwania, dywersyfikację portfela oraz dochód z inwestycji.

DELISTING OF SHARES FROM WARSAW STOCK EXCHANGE AS A SPECIFIC KIND OF INVESTMENT RISK

SUMMARY

Delisting of shares has become a constant element of the public market in Poland. The article shows what risk it carries for the investors adopting the "buy and hold" strategy by analyzing three important investment factors: duration, diversification, and return on investment.

Translated by A. Adamska

Dr Agata Adamska
Szkoła Główna Handlowa
agata.adamska@sgh.waw.pl