

# WZROST KONKURENCYJNOŚCI JAKO PRZESŁANKA UPUBLICZNIENIA SPÓŁKI NA GPW

Arkadiusz NIEDŹWIECKI<sup>1</sup>

## Wstęp

W literaturze przedmiotu wyrażany jest pogląd, iż: *aby zwyciężyć w rynkowej rywalizacji, przedsiębiorstwa muszą być konkurencyjne, a więc charakteryzować się konkurencyjnością* [Moroz 2003 s. 40], co, w związku z obserwacjami autora, jest szczególnie ważne na rynkach względnie nisko zmonopolizowanych [Sobiecki 1995 s. 208 – 209]. Charakteryzuje też istotę działalności *gros* przedsiębiorstw w warunkach gospodarki polskiej. Jednocześnie, jak wskazuje M. Moroz, problematyka konkurencyjności stanowi: *jedno z najważniejszych zagadnień dotyczących współczesnych przedsiębiorstw* [Moroz 2003 s. 40; Plawgo 2001 s. 8 – 11]. W opinii autora powinno dotyczyć w szczególności podmiotów uważanych za „liderów gospodarki”, a więc spółek, których akcje stanowią przedmiot obrotu na publicznym rynku papierów wartościowych.

W kontekście funkcjonowania spółek giełdowych należy nadmienić, iż charakterystyczny jest dla nich swoisty dualizm konkurowania. Przedsiębiorstwa te, podobnie jak inne podmioty gospodarcze, działają w określonych sektorach i tam prowadzą „walkę o klientów”. Dzięki temu generowane są ich przychody, jakie mogą zostać wykorzystane w procesie rozwoju rynkowego, co odzwierciedla m.in. koncepcja kapitału klienta, użyteczna zwłaszcza w zarządzaniu spółką publiczną [Szablewski 2006 s. 59 – 62]. Jednak spółki publiczne konkurują również o inny strumień zasilenia finansowego, plasując papiery wartościowe na regulowanym rynku kapitałowym.

Wg W. Bieńkowskiego, konkurencyjność oznacza długookresową zdolność do sprostania konkurencji ze strony podmiotów krajowych i zagranicznych, a także utrzymywania lub powiększania udziałów rynkowych i osiągnięcia w związku z tym odpowiednich zysków [Bieńkowski 1995 s. 35]. Z kolei B. Wyżnikiewicz, definiując konkurencyjność, nie akcentuje kwestii umiędzynarodowienia procesów rynkowych, podkreśla natomiast inną, szczególnie istotną, kwestię w działalności podmiotu gospodarczego, a mianowicie „nakierowanie na klienta”. Stwierdza, iż konkurencyjność oznacza zdolność do odnoszenia korzyści z działalności gospodarczej. Prowadzi do tego swoista „walka o klienta” wynikająca ze „spotkania” podmiotu produkującego (dostarczającego) dobra ekonomiczne z ich od-

<sup>1</sup> Mgr Arkadiusz Niedźwiecki – Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

biorcami rynkowymi, jak też innymi podmiotami, zwłaszcza kreującymi i plasującymi na rynku dobra substytucyjne [Wyźnikiewicz s. 30]. Podobne stanowisko reprezentuje T. Przybyciński, według którego konkurencyjność jest tożsama z rynkową akceptacją (wyborem) sprzedawanych z zyskiem produktów przedsiębiorstwa [Przybyciński 1997 s. 10].

Z. Pierścionek uważa, iż konkurencyjność (rozpatrywana zwłaszcza w aspekcie przewagi konkurencyjnej) oznacza pozycję rynkową, gwarantującą osiągnięcie zysku w długim okresie, co upodabnia jego sposób postrzegania konkurencyjności do jej obrazowania przez W. Bieńkowskiego [Bieńkowski 1995 s. 35]. Jednocześnie definiowanie konkurencyjności przez Z. Pierścionka odnieść należy przede wszystkim do stanu *ex post*, a więc do obecnej „pozycji konkurencyjnej” (wypracowanej już, a, w opinii autora, również planowanej do osiągnięcia, przy czym w obu przypadkach mierzalnej), na co uwagę zwraca też M. Gorynia [Gorynia 2000 s. 105]. W związku z tym M. Gorynia [Gorynia 2000 s. 49] wyróżnia również konkurencyjność *ex ante*, a więc „potencjał konkurencyjny” utożsamiany ze zdolnością (według autora, realnymi możliwościami) podmiotu gospodarczego w aspekcie konkurowania, co dotyczy jednak nie tyle stanu obecnego, ale przyszłości oraz związanego z nią kontekstu planistycznego. Należy przy tym zauważyć, iż M. Gorynia w swoich analizach akcentuje konieczność nabywania i stosowania przez podmiot gospodarczy umiejętności konkurowania, przez co rozumie: *przetrawanie i działania w konkurencyjnym otoczeniu*. Jednocześnie, M. Gorynia, prowadząc badania nad „teoretyczną naturą konkurencyjności”, jak się uważa, nadaje temu pojęciu swojego rodzaju wymiar abstrakcyjny, odnosząc konkurencyjność nie tylko do rzeczywistych działań prowadzonych przez przedsiębiorstwo, ale, w opinii autora, do modelu jego funkcjonowania w konkurencyjnym otoczeniu [Gorynia 2000 s. 105].

W związku z analizą literatury należy zauważyć, iż kwestia umiejętności konkurencyjnych nie jest rozpatrywana jedynie w sferze przedsiębiorstwa rozumianego jako swoista całość funkcjonalna, a więc obrazowanego z punktu widzenia ekonomii neoklasycznej, według jakiej stanowi ono swoistą „czarną skrzynkę”, a cele działań elementów podmiotowych nań się składających są jednakowe [Sobiecki 1995 s. 210 – 211]. Koncepcja taka znajduje odzwierciedlenie m.in. w badaniach odnośnie do systemowego obrazowania przedsiębiorstwa, w tym określenia roli kapitału (ludzkiego i finansowego) w dynamizacji jego rozwoju. W aspekcie tym M. Moroz wskazuje, iż konkurencyjność to generowanie korzyści ekonomicznych w związku ze zwiększaniem kapitału ludzkiego [Moroz 2003 s. 41], który, według autora, stanowi w znacznej mierze o pozycji konkurencyjnej oraz potencjale konkurencyjnym przedsiębiorstwa, rozpatrywanych m.in. w ramach badań odnośnie do „wartości firmy” (*good will*). Z kolei, biorąc pod uwagę bieżący i perspektywiczny wpływ rynku finansowego na efektywność podmiotu gospodarczego, jak też uwzględniając modelową koncepcję kosztu kapitału, M. Moroz zauważa, iż konkurencyjność przedsiębiorstwa oznacza wyższy poziom jego zyskowności niż „obowiązująca stopa procentowa”, co powinno stanowić

przesłankę jego rozwoju w horyzoncie długoterminowym, według autora, aktywowanego przez instytucje monetarne dostarczające podmiotom gospodarczym kapitału pożyczkowego, ale również przy wykorzystaniu mechanizmu zasilenia finansowego publicznego rynku kapitałowego [Moroz 2003 s. 41].

W kontekście analizy pojęciowej konkurencyjności, przeprowadzonej przez M. Moroza, należy zwrócić też uwagę na poglądy cytowanych przez niego innych autorów (J.R. Caudredo-Roura (1999), R. Veliyath i S.A. Zahra (2000), a także A.J. Abbas (2000)), których konkluzje odnośnie do konkurencyjności, jak się uważa, ściśle korespondują z wynikami wcześniejszych (uznawanych za „klasyczne”) badań M. E. Portera w tym zakresie [Moroz 2003 s. 41]. Konkretyzując, J.R. Caudredo-Roura definiuje konkurencyjność jako uzyskiwanie „kosztem” konkurentów korzyści rynkowych w warunkach znacznego i nasilającego się natężenia konkurencji, R. Veliyath i S. A. Zahra akcentują konieczność wieloaspektowego dorównywania liderom sektora (branży), natomiast A. J. Abbas zwraca uwagę, iż konkurencyjność oznacza zdolność przedsiębiorstwa do względnej elastyczności zachowań rynkowych, dzięki czemu może ono uzyskać przewagę konkurencyjną<sup>2</sup>. Należy zauważyć przy tym, że, według M. Moroza, przewaga konkurencyjna: *umożliwia powstanie wartości dodanej (osiąganie względnie wysokiego zysku, wzrost efektywności działań) i w znacznym stopniu opiera się na postrzeganiu produktów (danego przedsiębiorstwa) jako lepszych w przekroju wybranych cech od analogicznych wyrobów konkurentów.*

W świetle obserwacji autora, przewaga konkurencyjna może być generowana w różnych przedziałach czasowych: we względnie krótkim okresie (osiągana niekiedy w wyniku działań periodycznych), jak też w odległym horyzoncie czasowym (wypracowywana w toku bieżącej działalności przedsiębiorstwa, nakie-

---

<sup>2</sup> Wg Z. Pierścionka, przewaga konkurencyjna może dotyczyć: produktów, rynków, jednostek strategicznych, przedsiębiorstw, a także sektorów, regionów oraz krajów. Jest jednocześnie określana z punktu widzenia podmiotu gospodarczego (kompetentnego w zakresie specjalizacji lub dywersyfikacji), odbiorców jego oferty produktowej oraz kontrahentów, a także podmiotów zasilających finansowo przedsiębiorstwo (banki, inwestorzy obecni i potencjalni), jak też z punktu widzenia całej gospodarki. Jednocześnie W. Wrzosek w kontekście przewagi konkurencyjnej zauważa, iż stanowi ona „lepsze” (wg autora, korzystniejsze z punktu widzenia możliwości generowania pożądaných wyników finansowych) usytuowanie podmiotu gospodarczego na rynku, a więc umożliwia osiągnięcie korzystniejszych efektów działań bez konieczności ponoszenia zwiększonych nakładów, albo generowanie określonych efektów przy zmniejszeniu niezbędnych do tego nakładów, co uwspółcześnia niejako wcześniejsze koncepcje O. Langego. Jak się uważa, również M. J. Stankiewicz, definiując przewagę konkurencyjną, odwołuje się w pewnym zakresie do koncepcji rachunku efektywności, określając jako przesłankę kreacji wartości w toku działalności przedsiębiorstwa atrakcyjną („niosącą określoną wartość” z punktu widzenia odbiorcy rynkowego) ofertę sprzedażową, w związku z plasowaniem której stosuje się odpowiednio „instrumenty konkurowania”. Przy tym, w opinii M. Moroza, możliwe (ale, wg autora, raczej niewskazane) jest osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków bez posiadania przewagi konkurencyjnej (w szczególności w rezultacie zaistnienia pozarynkowych, również losowych, przesłanek ku temu), jak też osiągnięcie zbyt niskiej przychodowości w warunkach posiadanej przewagi konkurencyjnej (m.in. w wyniku niedostrzeżenia w procesie decyzyjnym, realizowanym w przedsiębiorstwie, rzeczywistej przewagi rynkowej lub kanibalizacji produktowej), [Moroz 2003 s. 52; Stankiewicz 2002 s. 172; Pierścionek 2000 s. 143 – 150; Wrzosek 1999 s. 2].

rowanej jednak na osiągnięcie określonych celów perspektywicznych, utrzymywana we względnie długim okresie, co zauważają m.in. wspomniani wcześniej W. Bieńkowski i Z. Pierścionek). W podobnym kontekście (potrzeby ciągłego doskonalenia firmy i perspektywicznego umacniania jej pozycji rynkowej) definiuje przewagę konkurencyjną M.E. Porter. Zwraca jednocześnie uwagę, iż wartości (korzyści) dostarczone przez przedsiębiorstwo swoim klientom mogą dotyczyć kontekstu cenowego (przywództwo kosztowe), jak też pozacenowych aspektów oferty produktowej, czemu powinno towarzyszyć utrzymywanie odpowiednio wysokiej przychodowości przy zastosowaniu określonych rozwiązań strategicznych. Przy tym problematyka strategii konkurencji jest również przedmiotem dociekań S. Pierścionka, którego analizy, w opinii autora, dopasowują niejako „pierwotne” koncepcje przewagi konkurencyjnej M. E. Portera, jak też koncepcje P.F. Druckera, stwierdzającego, iż: *przedsiębiorstwo istnieje, aby przysparzać sobie klientów* [Drucker 2002 s. 40], do specyfiki polskiego systemu gospodarczego (również z ujęciu sektorowym), [Drucker 2002 s. 179 – 205].

Według M.E. Portera, dla osiągnięcia przewagi konkurencyjnej konieczne jest wdrażanie „strategii konkurencji”, czyli: *kombinacji celów, do których firma zmierza, i środków (zasad postępowania), za pomocą których stara się do nich dojść*”, *jaka z kolei jest warunkowana przez „siły konkurencji* [Porter 1994 s. 14, 21 – 24]. Ponadto, jak wskazują D. Kołodziejczyk i M. Pawłowska, odnosząc się do koncepcji „pozycyjnej” (w tym „łańcucha wartości”) M.E. Portera, o zdolności przedsiębiorstwa, odnośnie generowania relatywnie wysokiego zysku, decydują zwłaszcza jego przewaga kosztowa oraz przewaga wyróżniania się na rynku [Porter 1994 s. 13]. W kontekście tym za nawiązujące do koncepcji „łańcucha wartości” może być uznane wdrożenie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie znaków: „Firma Partnerska GPW dla MSP”, „Giełdowa Firma Partnerska – Lider Rynku Pierwotnego”, „WSE IPO Partner”, a zwłaszcza „Spółka notowana na GPW”. Przy tym używanie znaku wskazującego na fakt bycia spółką giełdową ma na celu wzmocnienie identyfikacji spółki i jej działań promocyjnych, z kolei aktywizacja preferencji spółek niepublicznych do pozyskania kapitału w wyniku współpracy z Giełdą może przyczynić się do realizacji celów zarządczych GPW<sup>3</sup>.

Należy zwrócić uwagę, iż D. Kołodziejczyk i M. Pawłowska, nawiązując do wyników badań S. Skawińskiej [Skawińska 2002 s. 16 – 18], podkreślają rolę otoczenia konkurencyjnego jako czynnika warunkującego możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa, a więc obok czynników wewnętrznych istotnego w kreacji i skutecznym wdrożeniu *Porterowskiej* strategii konkurencji [Porter 1994 s. 27]. Kwestia ta odnosi się m.in. do roli instytucji finansowych w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, konkretyzując, jego zasileniu kapitałowym. Należy zauważyć bowiem, że M. E. Porter za jedną z barier wejścia do danego sektora, w związku z realizacją strategii konkurencji, uznaje „potrzeby kapitałowe”. Stwierdza przy tym, iż *jeśli nawet można uzyskać kapitał na rynkach kapitałowych, to wejście*

<sup>3</sup> [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), oficjalna strona internetowa GPW.

(do sektora) stanowi ryzykowne jego wykorzystanie, które powinno znaleźć odbicie w podwyższonym ze względu na ryzyko oprocentowaniu płaconym przez ewentualnego wchodzącego; to daje przewagę już działającym firmom [Porter 1994 s. 27]. W konkluzji tej M. E. Porter odwołuje się więc niejako do koncepcji kosztu kapitału, przy czym jego spostrzeżenia dotyczą bezpośrednio kapitału wierzycielskiego, ale też pośrednio mogą być odniesione do specyfiki zasilenia finansowego kapitałem udziałowym. W opinii autora, za uzupełnienie koncepcji M.E. Portera, w szczególności „koła strategii konkurencji” [Porter 1994 s. 27], i swojego rodzaju dostosowanie jej do realiów gospodarki polskiej może być uznana systematyka użytecznych we wdrożeniu opracowanych rozwiązań strategicznych instrumentów konkurowania. Stanowią je narzędzia i sposoby pozyskiwania klientów na warunkach służących realizacji celów przedsiębiorstwa, których efektywne wykorzystanie, w opinii autora, może być wsparte nie tylko poprzez realizację inwestycji rozwojowych, ale również dzięki krótkoterminowemu zasileniu finansowemu, ułatwiającemu przedsiębiorstwu bieżące gospodarowanie, zwłaszcza w aspekcie „ceny” i „obsługi”.

Należy zauważyć, iż w literaturze w ramach charakterystyki konkurencyjności, a zwłaszcza kreacji przewagi konkurencyjnej, akcentuje się problematykę innowacyjności, również w skali międzynarodowej. Na kwestię tę zwraca uwagę m.in. R. Ciborowski, stwierdzając, że: *poziom innowacyjności wynika z występowania silnego mechanizmu konkurencji, wymuszającego określone zachowania innowacyjne* [Ciborowski 2002 s. 134], w czym, jak się uważa, widoczne jest nawiązanie do koncepcji J. Schumpetera rozpatrującego przewagę konkurencyjną właśnie w aspekcie innowacyjności, ujmowanej jako sprawna adaptacja do zmieniających się warunków. Do kwestii tej odnosi się również M. Proniewski, akcentując, podobnie jak R. Ciborowski (choć w nieco innym wymiarze), potrzebę rozwoju instytucjonalnego nakierowanego na kreację innowacji w warunkach gospodarki regionu, co może wpłynąć na zwiększenie konkurencyjności lokalnych podmiotów gospodarczych [Proniewski 2004 s. 227 – 239]. Uważa się przy tym, że wskazana kwestia swoistego „wspólnego” postrzegania problematyki konkurencyjności i innowacyjności wynika m.in. z samego podejścia do kwestii definiowania innowacji. Według J. Baruka, innowacje są bowiem: „środkiem realizacji celów rozwojowych organizacji gospodarczych”, „nośnikiem postępu technicznego”, „wymagają określonego zasobu wiedzy”, a *(ich) następstwem (...) powinny być określone korzyści techniczne, ekonomiczne (i) społeczne* [Baruk 2002 s. 80 – 81]. W opinii autora, koncepcja ta potwierdzona jest m.in. przez zauważalną tendencję do wdrażania innowacji produktowych, w tym dotyczących produktów kredytowych adresowanych (dostosowywanych do potrzeb) do różnych grup docelowych rynku korporacyjnego, jak też innowacji procesowych zwiększających sprawność organizacyjną w kierunku swoistych „ułatwień proceduralnych”, widoczną wśród banków funkcjonujących w formie spółek publicznych oraz swoistego naśladownictwa ich w tym względzie przez niepubliczne instytucje monetarne. Należy również zaznaczyć, iż w warunkach

względnie wysokiego natężenia konkurencji w sektorze bankowym obserwuje się pewnego rodzaju tendencję unifikacyjną w tym segmencie polskiego systemu gospodarczego: „niwelowane są różnice” dotyczące ofert produktowych i procedur sprzedażowych banków notowanych na giełdzie i pozostałych instytucji monetarnych. Kwestię innowacyjności spółek giełdowych w kontekście badań branży budowlanej potwierdza też A. Buszko. Stwierdza, iż: *rynek kapitałowy wymusza wdrożenie nowych technologii i strategii zarządzania a spółki publiczne zdają sobie sprawę z istnienia luki technologiczno-organizacyjnej pomiędzy podmiotami* [Buszko 2003 s. 94].

Reasumując, na podstawie przeprowadzonej w oparciu o literaturę przedmiotu analizy pojęciowej konkurencyjności, można wysnuć następujące wnioski:

- a) konkurencyjność przedsiębiorstwa rozpatrywana może być zarówno jako kategoria dynamiczna (osiągana – wypracowywana poprzez określone działania podmiotu gospodarczego wynikające ze strategii konkurencyjnej (biorącej pod uwagę wpływ konkurencji na jego funkcjonowanie)), jak też statyczna (już osiągnięta, przy czym w warunkach rynku obecnie i perspektywicznie konkurencyjne konieczne są działania mające na celu utrzymanie pozycji konkurencyjnej oraz wzrost potencjału konkurencyjnego);
- b) z zagadnieniem konkurencyjności wiąże się problematyka przychodowości podmiotu gospodarczego, konkretyzując, jej optymalnego poziomu z punktu widzenia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa;
- c) konkurencyjność stanowi przesłankę skutecznej realizacji celów przedsiębiorstwa (w tym celów finansowych), co odnosi się do względnie pełnego zaspokojenia potrzeb odbiorców jego oferty produktowej oraz umiejętności konkurencyjnego, sama w sobie nie jest jednak wystarczająca dla osiągnięcia zamierzonych celów gospodarczych;
- d) pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa warunkowana jest jego potencjałem konkurencyjnym;
- e) dla realizacji strategii rozwojowych niezbędne są odpowiednio wysokie środki finansowe, służące zarówno bezpośredniej realizacji inwestycji „dopasowujących” podmiot gospodarczy do obecnych i perspektywicznych potrzeb rynkowych, jak też zapewniających mu optymalny poziom płynności finansowej (zwłaszcza w warunkach *Porterowskiej* presji kontrahentów).

Według autora, pozytywny wpływ giełdy finansowej na konkurencyjność przedsiębiorstw może być rozpatrywany przede wszystkim jako kategoria potencjalna. Oddziaływanie to wiąże się z wydatkowaniem przez inwestorów określonych środków finansowych za zakup akcji spółki publicznej, przy czym w warunkach funkcjonowania GPW, a w szczególności swoistej współzależności rynku wtórnego i pierwotnego, nabywcy akcji na rynku publicznym są motywowani do działań inwestorskich m.in. koncepcjami rozwojowymi, określonymi w odpowiednich dokumentach emisyjnych spółek. Ponadto, motywatorem, co do zaku-

pu akcji, jest oczekiwany (pożądany) wzrost wartości rynkowej ich walorów, zwłaszcza w porównaniu do ceny emisyjnej. Te dwa czynniki z kolei uznawane są za mające wpływ na zwiększenie racjonalności decyzji zarządczych w spółkach publicznych, a więc mogą stanowić przesłankę kreacji ich przewagi konkurencyjnej. Ponadto uważa się, że konieczność wypełnienia przez spółkę giełdową obowiązków raportowania „o wynikach i zamierzeniach”, a wcześniej realizacji przez potencjalną spółkę giełdową procedur dopuszczeniowych publicznego rynku papierów wartościowych należy uznać za korzystną z punktu widzenia budowy pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw publicznych [Poślad 2006 s. 3 – 12]. Procedury te określają bowiem niejako *ex ante* ich konkurencyjność. Przy tym za celowe z punktu widzenia „upowszechniania” znaczenia GPW w procesie pozyskiwania kapitału służącego rozwojowi przedsiębiorstw, a jednocześnie właściwe w kontekście realizacji jej celów zarządczych, a więc pozytywne w procesie kreacji pozycji konkurencyjnej samej Giełdy, należy uznać wdrażaną od pierwszych lat jej funkcjonowania koncepcję różnicowania warunków dopuszczeniowych na subrynek akcji, w tym odejście w 2004 r. od bezwzględnego wymogu odnoszącego się do minimalnej wartości księgowej spółki, jakiej walory udziałowe mają stać się przedmiotem obrotu publicznego na rynku nieurzędowym. Pozwala to w warunkach „zaufania inwestorów do mechanizmów rynku publicznego”, a więc niejako przy aprobowanej przez nich konkurencyjności *ex post* Giełdy, na zasilenie finansowe na rynku pierwotnym podmiotów gospodarczych charakteryzujących się różnym potencjałem konkurencyjnym, również względnie małych, lecz innowacyjnych. Przy tym konkluzja ta nawiązuje do stwierdzenia M.E. Portera: *konieczność zainwestowania znacznych zasobów finansowych, by móc konkurować, stanowi barierę wejścia, zwłaszcza jeśli kapitał jest potrzebny na ryzykowną działalność [...]*, [Porter 1994 s. 27].

We współczesnej literaturze zagadnienie konkurencyjności spółek giełdowych analizowane jest z punktu widzenia realizacji ich celów, wynikających z wdrażanych strategii rozwojowych. W kontekście tym szczególną uwagę należy zwrócić na badania K. Dudko-Kopczewskiej odnoszące się do przedsiębiorstw publicznych, których akcje stanowiły przedmiot cyrkulacji giełdowej w okresie 1992 – 2001 [Dudko-Kopczewska 2004 s. 71 – 79]. Należy zauważyć, że analizowane przez K. Dudko-Kopczewską dane mają strukturę panelu złożonego ze 173 (szt.) spółek, podzielonych na grupy wyodrębnione z punktu widzenia okresu funkcjonowania na rynku, przy czym jej badania dotyczą okresu od  $t = -5$  do  $t = +3$  w stosunku do roku debiutu giełdowego danego podmiotu, a z próby badawczej wyłączono publiczne instytucje finansowe, w tym: banki, Narodowe Fundusze Inwestycyjne, jak też względnie duże podmioty sprywatyzowane oraz spółki migrujące między rynkami notowań GPW; jako zmienne objaśniające przyjęto wskaźniki powszechnie wykorzystywane w analizie finansowej [Dudko-Kopczewska 2004 s. 77]. Tak określony układ podmiotowy badania, według autora, był wynikiem dążenia do ujednoczenia składu panelu z punktu widzenia celów gospodarczych podmiotów nań się składających oraz analizy ich względ-

nie suwerennych decyzji zarządczych odnośnie upublicznienia przy współpracy z GPW. Jednocześnie, w opinii autora, zastosowane przez K. Dudko-Kopczewską ujęcie tematyki badawczej może być szczególnie użyteczne dla określenia warunków konkurencyjności spółki giełdowej, również w okresie wdrażania przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie koncepcji Alternatywnego Systemu Obrotu, mimo zauważalnego niedopasowania struktury, analizowanych przez tę autorkę, paneli i układu sektorowego kapitalizacji Giełdy.

Głównym celem badań K. Dudko-Kopczewskiej było określenie wpływu *IPO* na wyniki działalności spółek giełdowych. W związku z tym wysunięto następujące hipotezy:

- a) *efektem IPO powinien być wzrost firmy, połączony ze spadkiem jego tempa;*
- b) *w wyniku wejścia na Giełdę spółki powinny zmniejszyć lewarowanie;*
- c) *spółki w wyniku wejścia na Giełdę powinny notować spadek rentowności;*
- d) *wejście na Giełdę powinno skutkować we wzroście inwestycji [Dudko-Kopczewska 2004 s. 74].*

W oparciu o przeprowadzone analizy w kontekście spółek publicznych, notowanych na GPW, określone uprzednio hipotezy zostały zweryfikowane następująco:

- a) *IPO dodatnio wpływa na wzrost firmy, ale obniża jej tempo wzrostu;*
- b) *ogólne zadłużenie spółek po IPO rośnie; (w szczególności) zadłużenie długoterminowe rośnie po IPO w spółkach dojrzałych,*
- c) *rentowność istotnie spada po IPO, co potwierdza (intuicyjne) oczekiwania (w tym zakresie); spadek był silniejszy w spółkach młodych,*
- d) *zgodnie z oczekiwaniami wejście na Giełdę zwiększa inwestycje (spółki publicznej), [Dudko-Kopczewska 2004 s. 79].*

Konkretyzując, K. Dudko-Kopczewska, w wyniku przeprowadzonych badań stwierdza, iż *IPO* na GPW znacząco podnosi rozmiary przedsiębiorstwa, rozpatrywane z punktu widzenia aktywów, przychodów netto oraz relacji tych wielkości zarówno we względnie bliskim, jak też odległym horyzoncie czasowym w stosunku do daty *IPO*. Jednocześnie w świetle jej badań w przypadku spółek publicznych, notowanych na Giełdzie, zauważalna jest większa dynamika ich wzrostu w okresie przed inicjującą emisją publiczną akcji, co w opinii autora, wynika ze swoistej „chęci” potencjalnych spółek giełdowych do mobilizacji inwestorów zwłaszcza przed upublicznieniem, jak też rozpoczęcia realizacji inwestycji rozwojowych (charakteryzowanych w prospektach emisyjnych) wkrótce po upublicznieniu, co jest niejako naturalne w przypadku pozyskiwania kapitałów udziałowych na publicznym rynku papierów wartościowych [Dudko-Kopczewska 2004 s. 78].

Na wzrost przedsiębiorstwa, stanowiący jeden z aspektów jego konkurencyjności kształtowanej m.in. w wyniku realizacji zapowiadanych inwestycji przy wykorzystaniu kapitału pozyskanego w związku z publicznymi emisjami akcji,



zwróciły też uwagę spółki ankietywane przez autora<sup>4</sup>. Potwierdziły one, ogólnie rzecz biorąc, iż: w związku z wejściem na GPW nastąpił (ich) wzrost poprzez zwiększenie aktywów oraz stwierdzalny a priori intuicyjnie wzrost wartości kapitału własnego. Wskazały też, że za jedne z głównych czynników rozwojowych są przez nie uważane: „wzrost udziału w rynku” (uzyskiwany m.in. w wyniku „wzrostu sprzedaży”) oraz „wzrost rentowności” (m.in. jako rezultat „zwiększenia wyniku finansowego”), co niejako przekłada się na „tworzenie trwałej przewagi konkurencyjnej”. Interesujące, iż kwestia rozwoju rynkowego nie została ujęta przez ankietywane spółki w kategorii „zasobowej”: „powiększenie majątku trwałego”, ale właśnie we wskazanych kategoriach rynkowych, mimo powszechnego potwierdzenia przez nie, iż dodatkowy kapitał pozyskany w wyniku upublicznienia działalności służyć ma realizacji zamierzeń inwestycyjnych. Może to świadczyć o wdrażaniu przez ankietywane spółki giełdowe strategii wzmacniających konkurencyjność, ukierunkowanych na kreację przewagi przedsiębiorstwa na rynku, gdzie zasoby majątkowe traktowane są jako „narzędzie” wzmacniające konkurencyjność.

Jak nadmieniał K. Dudko-Kopczewska: *istotnym efektem wejścia na Giełdę jest wzrost inwestycji, co oznacza, że przedsiębiorstwa wykorzystują środki pozyskane przez IPO zgodnie ze (wskazanim w dokumentacji emisyjnej) przeznaczeniem, a głównym celem wchodzenia spółek na Giełdę jest pozyskanie kapitału na inwestycje* [Dudko-Kopczewska 2004 s. 78 – 79]. Wniosek ten jest również

<sup>4</sup> W październiku 2006 r. i listopadzie 2006 r. autor przeprowadził badania ankietowe dotyczące postzegania korzyści (w kontekście konkurencyjności), wynikających z funkcjonowania na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przez jedną z głównych grup jej uczestników, czyli spółki giełdowe; badania mające na celu określenie ich „zadowolenia z obecności na GPW”. W kwestionariuszu ankiety wykorzystano zróżnicowane (wskazane w literaturze) typy pytań: zarówno otwarte, jak też zamknięte, w tym skale, przy czym treść pytań oraz arkusz ankietowy zostały skonstruowane zgodnie z zasadami określonymi m.in. przez S. Kaczmarczyka. Natomiast w odniesieniu do kwestii merytorycznych bazowano na literaturze m.in. J. Ostaszewskiego, według autora, literaturze względnie szeroko charakteryzującej specyfikę użycia różnorodnych instrumentów finansowania działalności rozwojowej i bieżącej spółek akcyjnych. Arkusze ankietowe wraz z przygotowanym pismem przewodnim przy wykorzystaniu poczty elektronicznej przekazano większości spółek krajowych, których akcje, według stanu na koniec 2005 r., znajdowały się w obrocie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (ze względu na specyfikę funkcjonowania w badaniu pominięto Narodowe Fundusze Inwestycyjne oraz instytucje finansowe, w tym banki); łącznie wysłano korespondencję na adresy e-mail'owe 214 podmiotów. Zakres doboru potencjalnych respondentów wynikał z założonej koncepcji badawczej autora odnośnie wieloaspektowej (w tym branżowej) konfrontacji uzyskanych wyników ankiety. W celu uzyskania możliwie pełnych informacji, umożliwiających weryfikację statystyczną uzyskanych wyników, wysyłkę powtórzono, przeprowadzono również aktywizujące rozmowy telefoniczne z przedstawicielami spółek publicznych. Niestety, mimo pożądanego realizacji przez spółki giełdowe jednego z zaleceń *corporate governance* [Dobre praktyki..., 2005, zasada 47.] odnośnie wdrażania przez nie odpowiednich procedur i zasad dotyczących m.in. prowadzenia polityki informacyjnej, jedynie siedem podmiotów gospodarczych udzieliło odpowiedzi w ramach przeprowadzonego badania tematu. Dlatego też autor traktuje przeprowadzoną ankietę jako metodę doskonalenia własnego warsztatu badawczego, a zwłaszcza jako uzupełnienie wyników badań innych autorów [Kaczmarczyk 1995 s. 128 – 168; Ostaszewski 2003 s. 163 – 257].

potwierdzony w wyniku wspólnych badań KPMG i GPW<sup>5</sup>, analiz A. Grąt oraz P. Sobolewskiego<sup>6</sup>, jak też badań ankietowych polskich spółek publicznych, przeprowadzonych przez autora. Wszystkie spółki, które odesłały wypełnione formularze ankietowe, wskazały, iż kapitały pozyskane na pierwotnym rynku publicznym przeznaczyły na inwestycje, co znalazło też odzwierciedlenie w odpowiedzi na pytanie odnośnie stopnia zaspokojenia potrzeb inwestycyjnych w wyniku publicznych emisji papierów udziałowych, jak też wykorzystania w finansowaniu zamierzeń rozwojowych innych instrumentów, w tym kredytów. Dlatego też, w opinii autora, niektóre z ankietowanych spółek zanotowały zmniejszenie rentowności po „wejściu na parkiet giełdowy”. Jak się uważa, potwierdza to wyniki uzyskane przez K. Dudko-Kopczewską, która wnioskuje, iż taki stan rzeczy może wiązać się z kilkoma przesłankami, a mianowicie: względnie krótkoterminowym skupieniem zasobów „nowej” spółki publicznej na inwestycjach, *market-timing* i wynikającej z tego asymetrii informacji (spółki, współpracując z doradcą emisyjnym, mogą wykazywać preferencje do upublicznienia działalności w okresie, kiedy generują względnie wysokie wyniki finansowe, które w warunkach realizacji inwestycji rozwojowych trudno utrzymać), jak też sytuacji gospodarczej rozpatrywanej w kategorii „zmiennej niezależnej”, warunkującej działalność spółek publicznych w określonych sektorach [Dudko-Kopczewska 2004 s. 78 – 79].

Wyniki badań ankietowych, zrealizowanych przez autora, nawiązują do wniosków K. Dudko-Kopczewskiej również w aspekcie wzrostu zadłużenia spółek publicznych po *IPO*, nie są jednak tak jednoznacznie ukierunkowane. Mimo to potwierdzają przypuszczenie K. Dudko-Kopczewskiej, iż: *środki otrzymane z emisji akcji nie wystarczają do sfinansowania planów inwestycyjno-rozwojowych przedsiębiorstw* oraz wynikający stąd wniosek o: *wsparciu się kredytami [...] oraz realnym i relatywnym wzroście lewarowania* [Dudko-Kopczewska 2004 s. 78 – 79]. Jednocześnie większość ankietowanych przez autora spółek wskazała, iż po wejściu na GPW „nastąpił spadek udziału zobowiązań w (*ich*) sumie bilansowej”, co dodatkowo potwierdza wyniki badań K. Dudko-Kopczewskiej w aspekcie wzrostu przedsiębiorstw publicznych po *IPO*, bowiem, współfinan-

<sup>5</sup> Jak wskazało 70% spółek publicznych, ankietowanych przez KPMG i GPW, pozyskanie kapitału było głównym celem „wejścia” na Giełdę [Kierunek... 2006 s. 6].

<sup>6</sup> Należy zauważyć, iż A. Grąt i P. Sobolewski w konstrukcji instrumentu pomiarowego, mającego określić rangę czynników składających spółki publiczne do emisji akcji na rynku publicznym wykorzystali skalę wartościującą. W wyniku przeprowadzonych badań ankietowych stwierdzili, iż „pozyskanie z rynku środków finansowych na inwestycje i rozwój firmy” było podstawowym celem emisji akcji na rynku publicznym dla 90,8% ankietowanych przez nich spółek. Przy tym zauważalna różnica w obrazowaniu preferencji odnośnie zasilenia finansowego przy wykorzystaniu mechanizmów publicznego rynku kapitałowego w badaniach A. Grąt i P. Sobolewski oraz KPMG i GPW może być związana właśnie z zastosowaną konstrukcją pytań ankietowych mających na celu ich określenie. W opinii autora, jak też w świetle badań K. Dudko-Kopczewskiej, rozbieżności te nie dyskredytują jednak względnie wysokich potrzeb kapitałowych, jako artykułowanego przez spółki publiczne, pierwszoplanowej przesłanki wykorzystania mechanizmów rynku regulowanego w ich zasileniu kapitałowym [Grąt, Sobolewski 2005 s. 23 – 24].

sując działalność kapitałami pożyczkowymi, nie tyle utrzymały one korzystne wskaźniki bilansowe odnoszące się do struktury finansowania, ale zwiększyły je, co, jak się przypuszcza, związane było ze wzrostem kapitałów własnych w wyniku emisji akcji [Dudko-Kopczewska 2004 s. 78 – 79]. Należy zauważyć, iż ankietowane spółki odnośnie zasilenia kredytowego wykazują preferencje nie tylko w aspekcie użycia kredytów inwestycyjnych, ale postrzegają jako względnie ważne również kredytowanie obrotowe. W ich opinii, stanowi ono jedną z najważniejszych form finansowania rozwoju spółki akcyjnej. Wskazanie tej odpowiedzi przez respondentów może być na pozór rozpatrywane w kategorii błędu w doborze instrumentów finansowania zamierzeń rozwojowych: ze swojej istoty kredyty obrotowe są instrumentami krótkoterminowymi (mimo możliwości ich rolowania po spełnieniu określonych warunków, wynikających z procedur kredytowych banków), a więc nie powinny być w zasadzie wykorzystywane do kreacji względnie trwałych zasobów majątkowych, jakimi zamierza dysponować przedsiębiorstwo. Jednak, biorąc pod uwagę wyniki badań M. Sierpińskiej i G. Paliwody, zastosowanie kredytowania obrotowego w aspekcie wsparcia realizowanych inwestycji wydaje się słuszne, tym bardziej iż prawie wszystkie ankietowane przez autora spółki stwierdziły, iż: *obecność na GPW zwiększyła (ich) wiarygodności wśród instytucji finansowych (w tym banków), obniżając koszty finansowania zewnętrznego*. M. Sierpińska i G. Paliwoda wskazują, iż realizując względnie wielkokwotowe inwestycje, spółki giełdowe znaczną część wypracowanych zysków przeznaczają właśnie na ich współfinansowanie, ograniczając zasoby posiadanej gotówki operacyjnej; w celu utrzymania pożądanego poziomu płynności finansowej w procesie inwestycyjnym mogą więc poszukiwać względnie taniego zewnętrznego, bieżącego zasilenia finansowego [Sierpińska, Paliwoda 2000 s. 45 – 48].

Należy ponadto podkreślić, iż ankietowane krajowe spółki publiczne, ogólnie rzecz biorąc, pozytywnie postrzegają korzyści bezpośrednio pozafinansowe związane z funkcjonowaniem na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, zwłaszcza w odniesieniu do kontaktów biznesowych z kontrahentami, co niejako potwierdza empirycznie koncepcję sił konkurencji M. A. Portera. Jednak w odniesieniu do rynkowej działalności sprzedażowej wyniki badań ankietowych autora nie są już tak jednoznaczne. Wszystkie ankietowane spółki stwierdziły, iż: *obecność na GPW zwiększa (ich) wiarygodność [...] wobec klientów*. Nie wszystkie określiły jednak „obecność” na Giełdzie: *jako przynoszącą [...] (im) wymierne korzyści marketingowe, np. wyższy poziom znajomości marki na rynku, zwiększenie popytu na produkty firmy [...]*, mimo wręcz jednoznacznego stanowiska w tym względzie wyrażanego w literaturze [Duszek 2005 s. 7 – 8]. W opinii autora, może to stanowić uzasadnienie stwierdzenia, iż sama „obecność” na „parkiecie” giełdowym nie jest dostateczną przesłanką konkurencyjności, konkretyzując, wypracowania trwałej przewagi konkurencyjnej, mimo iż, jak stwierdza B. Wyżnikiewicz: *Giełda mobilizuje przedsiębiorstwa do wysiłku i podnoszenia efektywności [...]* [Drogowskaz... 2006 s. B7]. Jak się wydaje, koniecznych

jest jednak ku temu szereg innych działań realizowanych przez spółkę publiczną, w tym w sferze zarządzania, jak też korzystne warunki dla intensyfikacji rozwoju zarówno w bezpośrednim otoczeniu podmiotu gospodarczego, jak też w otoczeniu dalszym, związane m.in. z prowadzoną polityką gospodarczą, również w aspekcie podatków, na co zwraca uwagę W. Wnorowski [Wnorowski 2003 s. 158 – 162]. Konkretyzując, wśród przesłanek wewnętrznych konkurencyjności spółki publicznej (przedsiębiorstwa konkurującego, nakierowanego na osiągnięcie określonego poziomu przychodowości w kierunku umacniania wartości rynkowej jego akcji, a więc oferowania akcjonariuszom względnie wysokiego poziomu przychodowości lokat w emitowane przez nie papiery wartościowe, poddawane go więc ustawicznej ocenie rynkowej), a więc zależnych od decyzji podejmowanych w ramach podmiotu gospodarczego, należy wymienić:

- a) opracowanie, akceptację, wdrożenie i monitoring strategii rozwoju, co akcentuje m. in. A. Sierant [Sierant 2003 s. 70 – 72], aktywizującą spółkę (jej poszczególne składowe, również w ujęciu personalnym (motywowanie), zgodnie z koncepcją „łańcucha korzyści”) do aktywnych działań rynkowych w warunkach konkurencji, jak też wynikających z niej funkcjonalnych planów operacyjnych, w tym planu finansowego;
- b) celowy (z punktu widzenia spółki) i świadomy (z punktu widzenia kadry menedżerskiej oraz personelu niższego szczebla) wybór mechanizmów zasilenia finansowego zamierzeń realizowanych w związku ze strategią rozwojową, w tym działań inwestycyjnych zmierzających do zwiększenia produktywności zasobów kapitału rzeczowego;
- c) celowy i świadomy wybór oraz współpracę z podmiotami organizującymi upublicznienie spółki, m.in. w aspekcie opracowania dokumentacji emisyjnej, określenia ceny emisyjnej akcji oraz pozostałych warunków emisji, co ma wpływ na efektywność procesu emisyjnego akcji lub wprowadzenia akcji dotychczasowych właścicieli na regulowany rynek kapitałowy (w tym poziom rzeczywistego i alternatywnego kosztu pozyskania kapitału udziałowego na rynku publicznym);
- d) zacieśnienie współpracy z podmiotami finansującymi (dotychczas i potencjalnie) działalność spółki.

Z kolei wśród zewnętrznych przesłanek konkurencyjności spółki giełdowej związanych ze sprawnością publicznego rynku kapitałowego, według autora, należy wskazać:

- a) wysoki stopień bezpieczeństwa cyrkulacji kapitałowej;
- b) znaczną sprawność transakcyjną Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, jak też pozostałych instytucji rynku kapitałowego, w tym instytucji nadzoru i rozliczeń;
- c) wysokie natężenie konkurencji w segmencie podmiotów organizujących publiczne emisje papierów wartościowych, co powoduje presję na zmniejszenie kosztów związanych z upublicznieniem oraz kompleksowość i profesjonalizm we współpracy z emitentem;

- d) odpowiednie do bieżących (ale też potencjalnych) potrzeb alokacji kapitału ukształtowanie struktury podmiotowej inwestorów, jednocześnie względnie wysoki poziom ich kwalifikacji i motywacji inwestycyjnych warunkowany stosunkowo długo utrzymującym się trendem wzrostowym przeciętnej wartości rynkowej walorów notowanych na Giełdzie, jak też wprowadzeniem instrumentów aktywizujących spółki giełdowe do działalności zgodnej z oczekiwaniami inwestorów m.in. w aspekcie przejrzystości informacyjnej (zbiór zasad ładu korporacyjnego);
- e) sprawny przepływ informacji na publicznym rynku papierów wartościowych (również aktywna rola GPW w tym względzie), oddziałujący z jednej strony na kształtowanie optymalnych cen walorów emitowanych i znajdujących się w obrocie, a z drugiej strony promujący wykorzystanie w finansowaniu działalności rozwojowej mechanizmów publicznego rynku kapitałowego, co wynika z pewnych koncepcji teoretycznych: informacje „redukują niepewność”. Według P. F. Druckera, informacje są miernikiem, na podstawie którego podejmowane są przyszłe działania [Drucker 2002 s. 170], a w związku z koncepcją zrównoważonej karty wyników Kaplana i Nortona, składając się na swoisty kapitał informacyjny, stanowią jeden z głównych czynników skutecznej realizacji strategii podmiotu gospodarującego (w opinii autora, również podmiotu inwestującego na rynku papierów wartościowych);
- f) swoistą konkurencję między podmiotami oferującymi przedsiębiorstwom możliwość zasilenia kapitałowego poprzez kredytowanie, w założeniu alternatywne (w realiach polskiego systemu gospodarczego raczej uzupełniające lub wiodące) w stosunku do rynku publicznego, co w szczególności dotyczy instytucji monetarnych;
- g) politykę gospodarczą realizowaną w różnych aspektach, nakierowaną na kreację postaw przedsiębiorczych oraz wsparcie innowacyjności.

## **Podsumowanie**

„Obecność” papierów wartościowych na giełdzie może ułatwić przedsiębiorstwu dostęp do środków finansowych znajdujących się w gospodarce, co w przypadku efektywnego nimi zarządzania może mieć pozytywny wpływ na zwiększenie konkurencyjności spółki publicznej. Według autora, odbywa się to dzięki względnie łatwemu dostępowi spółki publicznej do: nie wykorzystywanych dotychczas przez nią zasobów kapitałowych, przekształcanych następnie w inwestycje, służące realizacji strategii rozwojowej w warunkach konkurowania na rynku, jak też płynnych środków finansowych, niezbędnych w bieżącym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, zapewniających mu odpowiedni poziom płynności finansowej. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie może stanowić dla notowanych dla niej podmiotów mechanizm kreujący konkurencyjność we wskazanym kontekście. Jednak wiąże się to z koniecznością spełnienia określonych warunków.

## Literatura

- Baruk J. 2002 *Innowacje, kultura innowacyjna i poziom innowacyjności przedsiębiorstw przemysłowych*, „Gospodarka Narodowa”, nr 11 – 12.
- Bieńkowski W. 1995 *Reagonomika i jej wpływ na konkurencyjność gospodarki amerykańskiej*, Warszawa.
- Buszko J. 2003 *Giełda jako źródło pozyskiwania kapitału w ocenie firm budowlanych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 7.
- Ciborowski R. 2002 *Działalność B+R i jej wpływ na strukturę gospodarczą Podlasia*, [w:] *Podlasie, determinanty wzrostu*, red. A.F. Bocian, Białystok.
- Drogowskaz dla gospodarki 2006*, opracowanie redakcyjne, „Gazeta Prawna «15 lat warszawskiej giełdy»” 21 kwietnia.
- Drucker P.F. 2002 *Myśli przewodnie Druckera*, Warszawa.
- Dudko-Kopczewska K. 2004 *Analiza efektów pierwotnej emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie*, „Bank i Kredyt”, nr 2.
- Duszek B. 2005 *Jak pozyskać kapitał z giełdy?*, Warszawa.
- Gorynia M. 2000 *Luka konkurencyjna w przedsiębiorstwach a przystąpienie Polski do Unii Europejskiej*, „Gospodarka Narodowa”, nr 10.
- Gorynia M. 2000 *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Poznań.
- Grąt A., Sobolewski P. 2005 *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce, wyniki badania ankietowego*, Warszawa.
- Kaczmarczyk S. 1995 *Badania marketingowe, metody i techniki*, Warszawa.
- Kierunek – Giełda: przebieg procesu wchodzenia spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004 – 2006* 2006, Warszawa.
- Moroz M. 2003 *Konkurencyjność przedsiębiorstwa – pojęcie i pomiar*, „Gospodarka Narodowa”, nr 9.
- Ostaszewski J. 2003 *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Warszawa.
- Pierścionek Z. 2000 *Międzynarodowa konkurencyjność przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – ciągłość i zmiana*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu”, nr 851.
- Plawgo B. 2001 *Konkurencyjność małych i średnich przedsiębiorstw a teorie przedsiębiorstwa*, „Optimum. Studia Ekonomiczne”, nr 4.
- Porter M.E. 1994 *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, Warszawa.
- Poślad M. 2006 *Nadzór Komisji Papierów Wartościowych i Giełd nad ofertami publicznymi*, prezentacja na konferencji: *Droga po kapitał*, organizowanej przez „Puls Biznesu”, Warszawa 28 lutego.
- Proniewski M. 2004 *Instytucje infrastruktury innowacyjnej jako czynnik rozwoju regionu podlaskiego*, [w:] *Podlasie – wizja rozwoju*, red. A.F. Bocian, Białystok.
- Przybyciński T. 1997 *Wprowadzenie do teorii i polityki konkurencji*, Warszawa.
- Sierant A. 2003 *Jak zostać spółką giełdową?*, Warszawa.

- Sierpińska M., Paliwoda G. 2000 *Poziom gotówki operacyjnej a możliwości rozwoju spółek notowanych na GPW*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 10.
- Skawińska E. 2002 *Konkurencyjność przedsiębiorstw, nowe podejście*, Warszawa-Poznań.
- Sobiecki R. 1995 *Problemy dominacji firmy na rynku*, [w:] *Przedsiębiorstwo, rynek, konkurencja*, red. W. Szymański, Warszawa.
- Stankiewicz M.J. 2002 *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, Toruń.
- Szablewski A. 2006 *Kapitał klienta*, [w:] *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Warszawa.
- Wnorowski H. 2003 *Wybrane dylematy polityki podatkowej*, [w:] *Ekonomia, polityka, etyka*, red. A.F. Bocian, Białystok.
- Wrzosek W. 1997 *Przewaga konkurencyjna*, „Marketing i Rynek”, nr 7.
- [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), oficjalna strona internetowa GPW.
- Wyżnikiewicz B. *Międzynarodowa konkurencyjność polskiego przemysłu*, [w:] *Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki polskiej*, opracowanie i publikacja Rada Strategii Społeczno-Gospodarczej przy Radzie Ministrów, raport nr 30.