

ELŻBIETA GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR

## INSTYTUCJONALNE UWARUNKOWANIA ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO W POLSCE

### WSTĘP

Reaktywowanie działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w 1991 roku można nazwać jednym z podstawowych aktów inicjujących polską wolną gospodarkę rynkową. Literaturowe określenia, że rynek kapitałowy jest filarem gospodarki nie wydają się przesadzone, ponieważ za pośrednictwem tego rynku następuje, przede wszystkim zamiana wolnych kapitałów pieniężnych w kapitały związane, przeznaczone na finansowanie inwestycji.

Znaczenie rynku kapitałowego najczęściej utożsamiane jest z funkcjami giełdy pieniężnej. Giełda spełnia w gospodarce trzy podstawowe funkcje, tj. ułatwia mobilizację kapitału, jego transformację i ocenę<sup>1</sup>. Dodatkowo należy stwierdzić, że giełda jest miejscem alokacji kapitału, a przez niektórych ekonomistów określana jest jako barometr gospodarki.

Mobilizacja kapitału związana jest z uruchomieniem tezauryzowanego pieniądza na zakup walorów<sup>2</sup>. Funkcja mobilizowania kapitału nazywana jest inaczej funkcją handlową. Wynika to z konstatacji, że istnieje ścisła współzależność między tą funkcją a dokonywaniem transakcji papierami wartościowymi. Istotny wpływ na jej spełnienie wywiera motyw spekulacyjny, ponieważ transakcje papierami wartościowymi nie muszą być zawierane w celu zagospodarowania czasowo wolnych funduszy, ale mogą służyć realizacji zysku na różnicy kursowej.

---

<sup>1</sup> W. Januszkiewicz, *Giełdy w gospodarce światowej*, Wyd. PWN, Warszawa 1991, s. 120.

<sup>2</sup> Niektórzy ekonomiści uważają, że do mobilizowania pieniędzy przyczyniają się przede wszystkim emisje walorów korporacyjnych. Patrz: D. M. Darst, *The Handbook of The Bond and Money Markets*, McGraw-Hill Book Company, New York 1981, s. 307–339.

Z makro- i mikroekonomicznego punktu widzenia giełda umożliwia efektywny transfer kapitału dzięki utrzymaniu płynności walorów, tj. możliwości transformacji wierzytelności finansowej na formę najbardziej płynną, czyli pieniądza, bądź też zamiany jednych walorów na inne. Opisywane operacje przyczyniają się do wzrostu liczby i wielkości transakcji<sup>3</sup>.

Giełdowa ocena kapitału polega na ciągłej wycenie rynkowej wartości spółek. Należy jednak zauważyć, że wycena ta może być dyskusyjna, jeżeli zmiany cen akcji związane są z nieuzasadnionymi wzrostami bądź spadkami cen papierów wartościowych. W tym przypadku nie sprawdza się również funkcja giełdy jako barometru gospodarki. Oprócz patologii rynku bądź psychologii „nakręcania” wyżek lub niżek kursowych, mogą wystąpić sytuacje rynkowe opisane przez klasyków ekonomii. Zdaniem J. Robinson jednostka reaguje przy dokonywaniu wyboru na całą skomplikowaną sytuację społeczną i nie kieruje się wyłącznie względami natury gospodarczej, lecz ulega zwyczajom przodków, nastrojom, uczuciom strachu i snobizmu<sup>4</sup>.

Kolejnym zadaniem giełdy jest alokacja kapitału za pośrednictwem giełdy bądź w alternatywny, atrakcyjniejszy, dla publiczności sposób.

Przedstawione funkcje rynku kapitałowego pozwalają stwierdzić, że rozwój jego staje się strategicznym zadaniem dla działalności każdej gospodarki. Należy na bieżąco zauważać, monitorować i przeciwdziałać zagrożeniom związanym z funkcjonowaniem tego rynku. Nade wszystko konieczne jest jednak podjęcie działań prorozwojowych, zdeterminowanych współczesnymi tendencjami występującymi na rozwiniętych rynkach kapitałów pieniężnych, tj. globalizacją, liberalizacją, deregulacją i konkurencją.

Rynek kapitałowy podlega szerokiej dezagregacji, w pierwszej kolejności na rynek kapitałów rzeczowych i pieniężnych (długo- i krótkoterminowych). W ramach rynku inwestycyjnego można analizować rynek regulowany i nier regulowany przykładowo, z punktu widzenia instrumentu obrotu. Obszerna materia przedmiotu, przekraczająca możliwości opracowania, stanowiła przesłankę zawężenia problematyki do zagadnień związanych z uwarunkowaniami rozwoju giełdowego rynku akcji, które zamiennie w artykule określane są rynkiem kapitałowym<sup>5</sup>.

Uwarunkowania rozwoju określonego rynku mogą być rozpatrywane z punktu widzenia wyznaczników ekonomicznych, instytucjonalnych i pośrednio psychologicznych. Artykuł, ze względu na wzmiankowaną wielora-

<sup>3</sup> E. Gruszczyńska-Brożbar, *Giełdowa alokacja kapitałów pieniężnych*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 26.

<sup>4</sup> J. Robinson, *Eseje z teorii wzrostu gospodarczego*, PWN, Warszawa 1964, s. 130.

<sup>5</sup> Chociaż semantyka nie jest tożsama.

kość i obszerność problemów, koncentruje uwagę li tylko na instytucjonalnych uwarunkowaniach rozwoju giełdowego rynku akcji w latach 2000–2005. Ograniczenie czasowe opracowania wynika z faktu, że wątek rozważań postanowiono osadzić w okresie po wprowadzeniu systemu WARSET na GPW w Warszawie, co wystąpiło w 2000 roku. Na podstawie przeprowadzonych obserwacji starano się, zgodnie z semantyką instytucji, określić podstawowe, konieczne zmiany, które powinny nastąpić na rynku kapitałowym, aby spełniał on swoje funkcje i sprostał współczesnym wyzwaniom, stawianym przez rozwinięte rynki europejskie i światowe.

## POJĘCIE INSTYTUCJI

Pojęcia rozwój instytucjonalny i instytucjonalizm znajdują w ostatnim czasie wśród ekonomistów wielu zwolenników i propagatorów. Semantyka instytucjonalnych uwarunkowań rozwoju określonego rynku wywodzi się z nurtu ekonomii, określanego jako instytucjonalizm amerykański. Kierunek tej myśli ekonomicznej nie jest łatwy do zinterpretowania, ponieważ trzy jego czołowe postacie, tj. T. Veblen, W. C. Mitchell oraz J. Commons, reprezentowali różnorakie poglądy<sup>6</sup>. Nie wydaje się konieczna wnikliwa ich interpretacja, a jedynie przybliżenie tych konstatacji, które stanowiły, niekiedy zdawkowo, podstawy do określenia pojęcia instytucjonalnych uwarunkowań rozwoju.

Zdaniem T. Veblena, należy wzmiankować o konieczności traktowania ekonomii jako nauki ewolucyjnej, przez co rozumiał badania dotyczące genezy i rozwoju instytucji gospodarczych w procesie kumulacyjnego rozwoju, a nie „mechanizmu autoregulacji”<sup>7</sup>. Ekonomista ten uważał, że zainicjowany przez niego nurt naukowy polega na badaniu społecznych zwyczajów i obyczajów, których materializacją stają się instytucje, stąd instytucje ekonomiczne definiował jako pewien kompleks nawyków myślowych i konwencjonalnych zachowań.

Z kolei J. Commons swój system pojęć instytucjonalizmu opierał na określeniach funkcjonalnych takich jak: transakcje, praktyczne reguły funkcjonowania itp.<sup>8</sup>

Ruch instytucjonalistyczny wygasł w latach trzydziestych XX wieku. Pozostały jednak jego trwałe wpływy przez reaktywowanie zainteresowania

---

<sup>6</sup> M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wyd. PWN, Warszawa 2000, s. 744.

<sup>7</sup> Ibidem, s. 744.

<sup>8</sup> Ibidem, s. 745.

ekonomią ewolucyjną, nową ekonomią instytucjonalną. Zwolennicy tego podejścia, nazywani „instytucjonalistami”, akcentują rolę społeczno-kulturowych uwarunkowań w działaniach ekonomicznych człowieka, w postaci norm, wzorców, reguł i wartości (formalnych i nieformalnych)<sup>9</sup>. Nurt ten charakteryzowany jest niekiedy przez pryzmat socjologii ekonomicznej, zajmującej się tymi instytucjami społecznymi, które mają istotne znaczenie dla zachowań ekonomicznych, a więc między innymi formami instytucjonalnymi takimi jak: władze państwowe, banki, giełdy, kontrakty itp.

W ramach współczesnej ekonomii instytucjonalnej przyjmuje się, że pozytywne efekty gospodarcze wymagają zaistnienia korelacji między polityką a instytucjami gospodarki rynkowej, pojmowanymi jako nowe reguły gry między podmiotami gospodarującymi oraz organizacjami wspomagającymi stosowanie się do tych reguł<sup>10</sup>. Jednocześnie akcentowane jest stwierdzenie, że tworzenie gospodarki rynkowej to przede wszystkim kreacja silnych instytucji widzianych jako przestrzeganie przezroczystych reguł gry ekonomicznej, a nie li tylko liberalizacja i prywatyzacja<sup>11</sup>.

Pojęcie instytucji rynkowej nie ma więc charakteru homogenicznego, lecz wielorakie, takie jak:<sup>12</sup>

- legalne i zwyczajowo akceptowane w praktyce procedury i zasady postępowania,
- obowiązujące prawo i przepisy wykreowane w celu ochrony interesów podmiotów funkcjonujących na rynku,
- organizacje oraz struktury administracyjne i polityczne obsługujące różnorakie podmioty rynkowe od rządu i banku centralnego poprzez agendy rynku kapitałowego, banki i giełdy towarowe, po agendy polityki antymonopolowej, które wymuszają na podmiotach gospodarczych określone zachowania zdefiniowane w obowiązującym prawie w interesie całego układu społeczno-gospodarczego,
- w sensie szerokim – kultura i mentalność rynkowa.

Instytucje w szerszym ujęciu to reguły gry ekonomicznej, na które składa się prawo oraz organizacje, wymuszające metodami zachęty bądź ograniczeń

---

<sup>9</sup> *Rozwój instytucjonalny. Poradnik dla samorządów terytorialnych*, S. Mazur (red.), Małopolska Szkoła Administracji Publicznej AE w Krakowie, <http://www.msap.ae.krakow.pl>

<sup>10</sup> C. North Douglass, *The Contribution of the New Institutional Economics to an Understanding of the Transition Problem*, WIDER Annual Lectures, Helsinki UNU/WIDER, March 1997, s. 57.

<sup>11</sup> J. Stiglitz, *More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus*, WIDER Annual Lectures, Helsinki UNU/WIDER, January 1998, s. 24.

<sup>12</sup> G. Kołodko, *Instytucje i polityka a wzrost gospodarczy*, *Ekonomista* 2004, nr 4, s. 11–12.

stosowanie się wszystkich podmiotów gospodarujących do tych reguł. Zakłada się, przy takim podejściu do definicji instytucji, że stosowanie reguł gry rynkowej zdeterminowane jest teoretyczną i praktyczną znajomością mechanizmów rynkowych.

W prezentowanym opracowaniu przyjęto za C. North Douglasssem, że rozwój instytucjonalny ma charakter progresywny. Oznacza to, że zasady i mechanizmy mają służyć udoskonaleniu działania określonego rynku.

Analizę uwarunkowań rozwoju giełdowego rynku akcji postanowiono zainicjować, zgodnie z semantyką instytucji, od uregulowań prawnych.

## REGULACJE PRAWNE A ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO

Istotne znaczenie w rozwoju instytucjonalnym rynku kapitałowego mają obowiązujące uregulowania prawne. Można opisywać je, stosując różne przymiotniki. Najodpowiedniejszymi i najbardziej pożądanymi są regulacje spójne, skuteczne i efektywne dla działalności rynku. Wybrane opracowania wskazują, że takowe obniżają koszt pozyskania kapitału przez zmniejszenie premii za ryzyko na rynku kapitałowym oraz mają duże znaczenie dla zwiększenia zaufania do gospodarki rynkowej w społeczeństwie<sup>13</sup>.

Stwierdzenia te, chociaż słuszne, to wydają się niepełne, ponieważ tak skonstruowane regulacje mają bezpośrednio bądź pośrednio wpływać na spełnianie przez rynek kapitałowy jego funkcji. Konsekwencją takowych jest stymulowanie rozwoju rynku kapitałowego zarówno od strony podaży, popytu, jak i pośrednictwa związanego z działalnością instytucji obrotu papierem wartościowym.

System regulacji prawnych, obowiązujących na polskim rynku kapitałowym, podlegał od momentu jego powstania kilkunastoletniej ewolucji. Rozwiązania prawne zostały dostosowane do przepisów unijnych.

Podstawowymi aktami prawnymi regulującymi rynek kapitałowy w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem rynku akcji, są:

1) Ustawy z 29 lipca 2005 roku:

- obrocie instrumentami finansowymi,
- ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>14</sup>,

---

<sup>13</sup> *Polski rynek kapitałowy w rok po przystąpieniu do Unii Europejskiej*, KPWIG, Warszawa 2005, s. 7.

<sup>14</sup> Dz.U. z 2005 r., Nr 184, poz. 1539.

– nadzorze nad rynkiem kapitałowym<sup>15</sup>.

Ustawy te transponują do polskiego prawa dyrektywy Unii Europejskiej, a najistotniejsze z nich wskazano w tabeli 1;

2) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych* z 27 maja 2004 r.<sup>16</sup>, z późniejszymi zmianami zastępująca ustawę z 28 sierpnia 1997 r. Nowa ustawa wprowadziła do porządku prawnego następujące przepisy unijne:

- Dyrektywę 1985/611/ECC o UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities),
- Dyrektywę 2001/108/EC uaktualniającą regulacje wspólnotowe w zakresie inwestycji UCITS,
- Dyrektywę 2001/107/EC wskazującą przepisy dotyczące spółek zarządzających UCITS,

3) *Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach*<sup>17</sup>, wraz z późniejszymi zmianami,

4) *Ustawa z 26 października 2000 r. o giełdach towarowych*<sup>18</sup>,

5) *Kodeks Spółek Handlowych* z 25 września 2000 r.<sup>19</sup>

Wskazane akty prawne uzupełniane są przez rozporządzenia wykonawcze oraz wewnętrzne regulaminy instytucji rynku kapitałowego. Istotne znaczenie dla funkcjonowania wskazanych instytucji spełniają także zasady ładu korporacyjnego, zawarte w Kodeksie Dobrych Praktyk.

Tabela 1. Podstawowe dyrektywy Unii Europejskiej transponowane do polskiego porządku prawnego

OZNACZENIE DYREKTYWY	PRZEDMIOT DYREKTYWY
1	2
2001/34/WE	O dopuszczeniu papierów wartościowych do oficjalnych notowań giełdowych i informacjach jakie muszą być opublikowane
89/298/EWG	O koordynacji wymogów dotyczących sporządzania, badania i rozpowszechniania prospektu publikowanego w przypadku dokonywania oferty publicznej
89/592/EWG	W sprawie koordynacji przepisów dotyczących transakcji handlowych osób wykorzystujących wewnętrzne informacje giełdowe
93/6/EWG	O adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych

<sup>15</sup> Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537.

<sup>16</sup> Ustawa z 27 maja 2004 r., o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 Nr 146 poz. 1546.

<sup>17</sup> Ustawa z 29 czerwca 1995 r., o obligacjach, Dz.U. 1995 Nr 83 poz. 420.

<sup>18</sup> Ustawa z 26 października 2000 r., o giełdach towarowych, Dz.U. 2000 Nr 103 poz.1099.

<sup>19</sup> Ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, Dz.U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

Cd. Tabeli 1.

1	2
93/22/EWG	O usługach inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych
92/51/EWG	W sprawie drugiego ogólnego systemu uznawania kształcenia i szkolenia zawodowego, uzupełniająca dyrektywę 89/48/EWG
2000/64/WE	Zmieniającą dyrektywy 85/611/EWG oraz 93/22/EWG w zakresie dotyczącym wymiany informacji z krajami trzecimi
2003/6/EC	W sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku

Źródło: *www.gielda.pl*; *Prawo Unii Europejskiej. Prawo materialne i polityki*, J. Barcz (red.), Wyd. Prawo i Praktyka Gospodarcza, Warszawa 2003, s. 167–178.

Dalszy rozwój rynku kapitałowego wymaga, jak się wydaje, wprowadzenia kolejnych zmian do obowiązującego prawa. Zapewnić one powinny jak najlepsze dostosowanie tego rynku do potrzeb i oczekiwań emitentów i inwestorów. Jednym z istotniejszych elementów takiego postulatu jest wypracowanie właściwego mechanizmu konsultowania regulacji krajowych i unijnych. Postępowanie takie wynika z podstawowych postulatów raportu Lamfalussy'ego, skłaniającego uczestników rynku do otwartych, przejrzystych i systematycznych konsultacji.

Należy również zwrócić uwagę na okresowy przegląd regulacji krajowych celem wyeliminowania zbędnych przepisów.

Pozyskanie zaufania inwestorów oraz zabezpieczenie ich praw i interesów związane jest ze spełnianiem nadzoru administracyjnego nad działalnością rynku kapitałowego ze strony KPWiG. Jednak rozwój rynku, szczególnie jego liberalizacja oraz zabezpieczenie interesów i praw inwestorów, wymaga uwytknienia znaczenia prywatnych mechanizmów kontrolnych i dochodzenia roszczeń. Z jednej strony istotnym mechanizmem dyscyplinującym powinna być możliwość dochodzenia odszkodowań, między innymi od emitenta papierów wartościowych<sup>20</sup>. Na gruncie tego stwierdzenia ważkie jest również zwiększenie efektywności funkcjonowania systemu sądowego przez powołanie wyspecjalizowanego sądu w zakresie rynku kapitałowego.

Z drugiej zaś strony należy zgodzić się z postulatem konieczności znalezienia nowego punktu odniesienia pomiędzy regulacją i nadzorem administracyjnym a samoregulacją oraz prywatnymi mechanizmami kontrolnymi i odszkodowawczymi<sup>21</sup>. Należy zauważyć, że niższy poziom regulacji i nadzo-

<sup>20</sup> *Polski rynek kapitałowy 2010. Między potrzebami gospodarki a wyzwaniem integracji*, M. Dzierżanowski (red.), IBnGR, Gdańsk 2004, s. 12.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 13.



ru administracyjnego przyczyniają się do powstania mechanizmu reputacji i zaufania. Te, jak się wydaje, wynikają jeszcze z instytucji weksla, którego kreacja i funkcjonowanie w gospodarce związane było z samoistnością zobowiązania, a więc z honorowością składanego podpisu.

Kolejnym uregulowaniem, które powinno stać się powszechne, a nie deklaratywne na rynku kapitałowym, jest stosowanie dobrych praktyk przez spółki publiczne. Konieczne jest również wprowadzenie rozwiązań, które zweryfikowałyby rzeczywiste stosowanie zadeklarowanych zasad przez spółki.

Równie ważna jak rozwój regulacji prawnych jest progresja działalności giełdy, łączącej przeciwstawne interesy stron transakcji kapitałami pieniężnymi.

### **ROZWÓJ GPW W WARSZAWIE S.A. W ŚWIELE ZMIAN GIEŁDOWYCH NOT METODOLOGICZNYCH**

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest spółką akcyjną, której większość akcji, tj. 98,8% znajduje się w posiadaniu Skarbu Państwa. Historia giełdy związana jest z jej ciągłym rozwojem technicznym, organizacyjnym i regulacyjnym. Zdaniem autorki nie wydaje się konieczne analizowanie „życia” giełdy od czasów jej powołania. Uwagę postanowiono jednak zwrócić na istotne wydarzenie dla funkcjonowania tej instytucji, czyli na wprowadzenie w 2000 roku nowego systemu operacyjnego WARSET. System ten jest zbieżny z systemami wielu giełd światowych, co umożliwia ukierunkowanie działalności giełdy, jako platformy dostępowej do rynków zagranicznych.

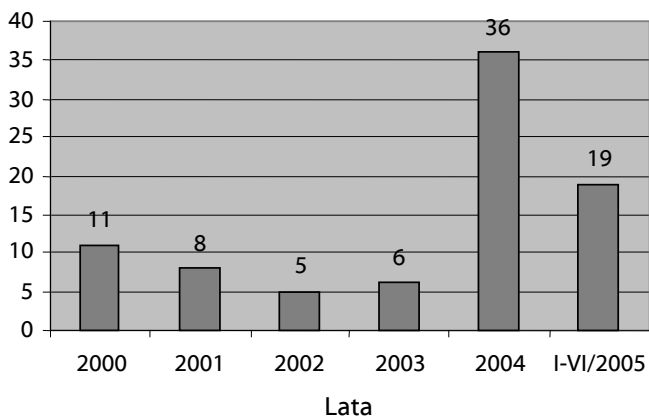
Innym ważkim rozwiązaniem dla funkcjonowania opisywanej instytucji było przeprowadzenie w maju 2004 roku reformy struktury rynków. Wyodrębniono wówczas rynek podstawowy, a w jego ramach segment Plus oraz rynek równoległy z segmentem Prim. Aktualnie prawie wszystkie notowania na rynku kasowym odbywają się w systemie notowań ciągłych, pozostałe w systemie jednolitym z dwukrotnym fixingiem.

Rozwój giełdy należy jednak przede wszystkim rozpatrywać przez pryzmat wartości not metodologicznych takich jak: kapitalizacja, liczba debiutów giełdowych oraz wartość obrotów. Zarówno kapitalizacja opisywanej instytucji, jak i obroty bezpośrednio bądź pośrednio związane są z liczbą wchodzących na giełdę spółek. Bliższe związki między tymi wielkościami zauważa się w przypadku wartościowo dużych debiutów.

Problemem polskiej giełdy od 2001 roku była mała liczba spółek wchodzących na giełdę, co przedstawia wykres 1. Korzystna zmiana nastąpiła w akcyjnym, 2004 roku, kiedy to na parkiecie pojawiło się 36 nowych podmio-



tów, w tym 4 spółki zagraniczne. Wartość ofert wyniosła wówczas ponad 13 mld zł<sup>22</sup>.



Wykres 1. Liczba debiutów na GPW w Warszawie S.A. w latach 2000–2005

Źródło: <http://www.gielda/articles>

Trend ten utrzymał się w 2005 roku, ponieważ do końca czerwca zadebiutowało 19 spółek, wobec 11 w pierwszym półroczu 2004 roku<sup>23</sup>.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, biorąc pod uwagę jej kapitalizację, wynoszącą w połowie 2005 roku około 48 000 mln euro, zaliczana jest do średnich giełd europejskich. Niższe wartości tego wskaźnika charakteryzują między innymi giełdę w: Luksemburgu, Pradze i Budapeszcie. Pomimo wzrostu kapitalizacji jej wielkość i znaczenie w zestawieniu z największymi giełdami europejskimi nie są duże. Podobną uwagę można odnieść do średnich obrotów na GPW, które także wzrosły w ostatnim roku, niemniej jednak plasują GPW poniżej obrotów na praskiej giełdzie, co wskazuje tabela 2.

Jednym z najistotniejszych wskaźników informujących o znaczeniu giełdy w gospodarce jest stosunek jej kapitalizacji do PKB. Pod koniec 2004 roku nota ta była dla giełdy warszawskiej najwyższa od 2000 roku i wynosiła około 27% PKB (przykładowo na koniec 2001 roku kształtowała się na poziomie

<sup>22</sup> W tym prawie 8 mld zł stanowiła oferta PKO BP – największa jak do tej pory w całej 14-letniej historii GPW.

<sup>23</sup> Warszawa utrzymała IV pozycję w Europie pod względem liczby debiutów.

14%). Wielkość ta przyjmuje jednak znikome wartości w porównaniu z rynkami rozwiniętymi, w ramach których wskaźnik ten kształtuje się często powyżej 100%<sup>24</sup>. Należy zaznaczyć, zgodnie z literaturą przedmiotu, że giełda zaczyna odgrywać znaczenie dla gospodarki, gdy opisywany wskaźnik przyjmuje notę powyżej 40% PKB.

Problemem polskiej giełdy jest duża koncentracja obrotów w ramach 5 spółek, w stosunku do całości obrotów, wyrażona wskaźnikiem koncentracji. Giełdy o niskiej koncentracji obrotów charakteryzują się wskaźnikiem poniżej 40%. Przekroczenie wielkości 60% oznacza, że na danym rynku występuje ryzyko polegające na możliwości utraty płynności<sup>25</sup>. Wskaźnik ten przyjmuje dla GPW w przybliżeniu wartość 60% (ogółem na koniec czerwca 2005 roku notowane były akcje 244 podmiotów, w tym 6 zagranicznych). Jednocześnie dwie trzecie krajowej kapitalizacji w połowie 2005 roku współtworzyło 10 spółek, z których każda miała wartość rynkową powyżej 5 mld zł. Zauważalna jest także dysproporcja sektorowa notowanych spółek, ponieważ aż 70% z nich należy do spółek usługowych, w ramach których przewagę odnotowują banki. Wyniki tych obserwacji stanowią zagrożenie w przypadku perturbacji w działalności spółek „z pierwszej półki”, te bowiem mogą mieć konsekwencje dla zachwiania płynności giełdy.

Tabela 2. Podstawowe wskaźniki rozwoju giełd europejskich w połowie 2005 roku

GIEŁDA	KAPITALIZACJA GIEŁD EUROPEJSKICH (MLN EURO)	KAPITALIZACJA GPW W STOSUNKU DO KAPITALIZACJI WYBRANYCH GIEŁD EUROPEJSKICH (GPW=100%)	ŚREDNIE OBROTY NA WYBRANYCH GIEŁDACH EUROPEJSKICH W OKRESIE OD V/2004–IV/2005 (MLN EURO)
1	2	3	4
Bratislava Stock Exchange	4 082	1169%	18
Iceland Stock Exchange	16 311	293%	768
Budapest Stock Exchanges	22 678	210%	1 094
Prague Stock Exchange	24 218	197%	1 678
Luxembourg Stock Exchange	37 378	128%	21
GPW	47 714	100%	1 357
Wiener Borse	74 378	64%	1 934

<sup>24</sup> Dotyczy Szwecji, Wielkiej Brytanii, Holandii, Islandii, Luksemburga, Szwajcarii.

<sup>25</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, OLYMPUS, Warszawa 2003, s. 167.

Cd. Tabeli 2.

1	2	3	4
Oslo Bors	112 004	43%	9 030
OMX Exchanges	550 321	9%	48 386
Borsa Italiana	594 739	8%	63 286
SWX Swiss Exchange	631 818	8%	3 763
Spanish Exchanges (BME)	694 142	7%	86 411
Deutsche Borse	866 991	6%	92 488
Euronext	1 763 635	3%	160 999
London Stock Exchange	2 135 704	2%	195 554

Źródło: <http://www.fese.be/statistics>

Znaczenie GPW dla gospodarki kraju jest nie do przecenienia, z drugiej zaś strony instytucja ta „ginie” wśród największych giełd europejskich. W związku z powyższym konieczne jest podjęcie strategicznych decyzji dotyczących rozwoju tej instytucji.

## STRATEGIA ROZWOJU GPW W WARSZAWIE S.A.

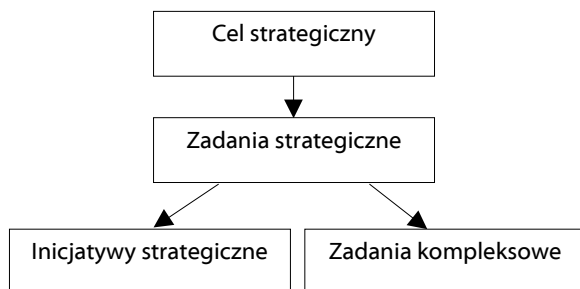
Najczęściej powracającym zagadnieniem związanym z funkcjonowaniem GPW w Warszawie jest jej mutualizacja, jako zawiązka zmian, które powinny nastąpić w działalności najistotniejszej instytucji obrotu papierem wartościowym. Zagadnienie to stało się ważkie od 1999 roku, kiedy to przyjęto Plan Rozwoju Usług Finansowych, celem stworzenia zintegrowanego rynku usług finansowych w UE. Posunięcie takie wynikało między innymi z tendencji współczesnej gospodarki, tj. globalizacji rynków. Analiza zmian struktury instytucjonalnej europejskiego rynku kapitałowego pozwala przypuszczać, że przyszłość jego nie będzie związana z monocentrycznym modelem rynku, co wynika z różnych cech rynków lokalnych, a więc ich preferencji, konkurencyjności, ograniczeń i możliwości alokacyjnych. Współczesnym zjawiskiem jest wchodzenie giełd w sojusze i fuzje. Podobna sytuacja dotyczy instytucji rozliczeniowych. Nie doprowadzi to jednak do powstania, jak się wydaje, jednej giełdy, lecz trzech, czterech sieci giełd.

Także GPW w Warszawie stoi przed problemem realizacji zadań strategicznych wynikających z **celu strategicznego**, tj. przeciwstawienia się zagroże-

niom wynikającym ze zwiększającej się konkurencyjności otoczenia zewnętrznego<sup>26</sup>.

Procedurę realizacji celu strategicznego przedstawia schemat 1.

Schemat 1. Elementy składowe strategii GPW w Warszawie S.A.



Źródło: opracowanie własne.

Podstawowe zagrożenia w działalności giełdy można podzielić na zewnętrzne i wewnętrzne. Pierwsze z nich wiążą się między innymi z przyciąganiem największych inwestorów i spółek przez znaczące rynki europejskie. GPW może zostać sprowadzona do roli lokalnego rynku dla małych spółek.

Z kolei zagrożenia wewnętrzne związane są, przyjmując hipotezę osłabienia krajowego rynku kapitałowego, z przenoszeniem się spółek i inwestorów na rynki zagraniczne. Dodatkowo może nastąpić zanik względnych korzyści i przewag rynku wewnętrznego wobec rynków zagranicznych.

Drugorzędne źródła ryzyka funkcjonowania rynku kapitałowego związane są:

- z wyczerpującym się zasobem ofert publicznych oraz zmniejszaniem się dopływu spółek,
- ze słabościami systemowych rozwiązań zachęcających do inwestowania w papiery wartościowe,
- z niską skutecznością systemu sankcji za przestępstwa na rynku kapitałowym<sup>27</sup>.

Zdefiniowanie celu strategicznego pozwala na konkretyzację zadań strategicznych, a w ich ramach **inicjatyw strategicznych**, które polegają na związk-

<sup>26</sup> W. Rozłucki, *Przyszłość Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych*, Zeszyty BRE Bank-CASE 64, Warszawa 2003, s. 46.

<sup>27</sup> Ibidem, s. 45.

szaniu popytu, działaniach propodażowych, wzmocnieniu infrastruktury rynku. Realizacja ich wymaga współpracy między instytucjami rynku kapitałowego, przy aktywnym współdziałaniu instytucji środowiskowych, parlamentu i instytucji rządowych.

**Zadania kompleksowe** w strategii rozwoju giełdy to nie tylko wzmocnienie tego rynku przez inicjatywy strategiczne, ale również przez zwiększenie liczby notowanych spółek oraz powszechne stosowanie ładu korporacyjnego<sup>28</sup>.

Bardzo ważkim zadaniem jest zapewnienie optymalnych warunków i możliwości dla finansowania krajowego sektora przedsiębiorstw oraz stałego napływu na rynek nowych spółek, szczególnie o średniej wielkości. Taki postulat uzasadniony jest zarówno potrzebami finansowymi krajowego sektora przedsiębiorstw, jak również koniecznością absorpcji rosnących środków gromadzonych przez otwarte fundusze emerytalne i innych krajowych inwestorów instytucjonalnych. Dopasowanie struktury rynku do potrzeb krajowego sektora przedsiębiorstw oraz stymulowanie przepływu środków od inwestorów instytucjonalnych do sfery realnej obliguje do budowy wielosegmentowego rynku kapitałowego, obejmującego m.in. rozwinięty rynek *venture capital* i wyspecjalizowanych inwestorów prywatnych, rynek dla inwestorów kwalifikowanych oraz silny rynek giełdowy. Zwiększenie skali alokacji dostępnych środków do przedsiębiorstw krajowych jest warunkiem rozwoju silnego sektora podmiotów świadczących usługi w ramach rynku kapitałowego, tj. pośredników, doradców, zarządzających aktywami oraz instytucji infrastrukturalnych.

Wzmocnienie pozycji GPW wydaje się realne w przypadku liberalizacji rynku oraz rozwoju jego nowych segmentów, a przede wszystkim publicznego rynku nieregulowanego. Istotne wydaje się również zadbanie o stronę popyto-podażową giełdy, a mianowicie podjęcie działań promocyjnych, które przyciągnęłyby krajowych i zagranicznych emitentów i inwestorów. Mimo zadowalającej w ostatnim czasie sytuacji dotyczącej liczby debiutów giełdowych, konieczna wydaje się kontynuacja wzrostu liczby spółek, zróżnicowanych wartościowo. Ta sama uwaga dotyczy wzrostu wartości innych not metodologicznych. Szczególnego znaczenia nabierają działania, które powinny zwiększyć obroty np. przez wzrost *free-floatu* bądź emisje dużych spółek z innych państw UE. Duże znaczenie dla realizacji drugiej ze wskazanych opcji związane jest z wprowadzeniem zasady wzajemnego uznawania dla spółek z obszaru UE, która ułatwiłaby notowania w systemie *dual listing*.

---

<sup>28</sup> Praktyka wskazuje, że spośród 238 spółek notowanych na GPW tylko 9 oświadczyło, że nie będzie spełniać żadnej z zasad Dobrych Praktyk.

Kolejnym zamysłem, wynikającym z zadań kompleksowych strategii GPW w Warszawie, jest umiejscowienie jej na jednolitym europejskim rynku finansowym. Wynika to z integracji Polski z Unią Europejską oraz chęci przeciwstawienia się marginalizacji działania giełdy warszawskiej.

W 2001 roku pojawiło się na rynku pierwsze opracowanie dotyczące Strategii Giełdy Papierów Wartościowych do 2005 roku, wykreowane na bazie raportu przygotowanego dla Giełdy przez Boston Consulting Group.

Strategia ta znalazła wielu krytyków. Stąd na początku 2004 roku, czyli w okresie zwiększonej liczby debiutów na giełdzie oraz hossy giełdowej, wymienianych w poprzednim dokumencie jako podstawowe źródła ryzyka alokacji kapitału, powstał dokument aktualizujący strategię rozwoju rynku kapitałowego do 2010 roku. Stwierdzono w nim, że warunkiem efektywnego, taniego i elastycznego krajowego rynku jest prywatyzacja GPW, zwiększenie konkurencji między innymi poprzez obniżenie barier wejścia na rynek w przypadku giełd i zniesienie monopolu KDPW w zakresie usług rozliczeniowych<sup>29</sup>.

Uwarunkowania rozwoju GPW można rozpatrywać przez pryzmat 3 opcji, tj:

- wprowadzenia inwestora strategicznego,
- budowy rynku regionalnego w oparciu na jednym inwestorze strategicznym,
- budowy samodzielnego sojuszu regionalnego.

Wprowadzenie **inwestora strategicznego** wydaje się opcją ryzykowną, z powodu ograniczenia możliwości ukierunkowania działalności giełdy jako platformy dostępowej do rynków europejskich i światowych. Platforma taka mogłaby funkcjonować na podstawie podpisywania odrębnych umów o wzajemnym członkostwie z różnymi giełdami.

Mankamentem zastosowania wariantu inwestora strategicznego jest także możliwość rezygnacji z budowy sojuszu regionalnego analogicznego do NO-REX-u i konkurencji z innymi giełdami w regionie o najlepszych emitentów. Najprawdopodobniej nastąpiłoby także zminimalizowanie rynku lokalnego dla małych emitentów oraz ryzyko wyjścia z rynku krajowego najlepszych spółek. Jednocześnie cytowany jest argument, że inwestor strategiczny nie będzie dobrym rzecznikiem rozwoju krajowego rynku kapitałowego, obciążonego dużym ryzykiem<sup>30</sup>. Stąd pojawiają się poglądy, że prywatyzację powinny przeprowadzić krajowe domy maklerskie. Taki model zdezaktualizował się na międzynarodowym rynku w związku z konfliktem interesów, wynikającym

<sup>29</sup> *Polski rynek kapitałowy...*, s. 15–16.

<sup>30</sup> M. Dzierżanowski, P. Tamowicz, *IBnGN o przyszłości GPW*, <http://www.pfcg.org.pl/article/2700>

z konieczności wyboru przez domy maklerskie interesów giełdy bądź własnych. Domy maklerskie mogą przejąć część akcji, ale problemem jest, jak się wydaje, forma tego przewłaszczenia.

Wymieniany inwestor staje się interesującym wariantem do rozpatrzenia rozwoju giełdy jako instytucji działającej bez platformy dostępowej. Wariant taki wydaje się jednak dyskusyjny ze względu na wielkość polskiego rynku giełdowego, tj. jesteśmy marginalnym partnerem dla europejskiego rynku kapitałowego.

Najczęściej jako potencjalnych inwestorów strategicznych wymienia się Euronext, OMX oraz giełdę w Wiedniu. Natomiast potencjalnymi inwestorami z polskiego rynku są między innymi: domy maklerskie, banki, emitenci, TFI, EBOiR<sup>31</sup>.

Druga ze wskazanych opcji rozwoju rynku kapitałowego wskazuje na możliwość budowy rynku regionalnego w oparciu na jednym partnerze zagranicznym. Minusem takiego wariantu jest konieczność znalezienia dużego europejskiego inwestora, zainteresowanego taką możliwością.

Ostatni wariant, a zdaniem zainteresowanych problemem, najbardziej racjonalny, przewiduje budowę samodzielnego sojuszu regionalnego<sup>32</sup>, opartego na tzw. pozycjonowaniu, czyli ukształtowaniu optymalnych relacji w postaci współpracy, fuzji, sojuszy z europejskimi giełdami. Realizacja sojuszu byłaby możliwa w ramach modelu kontraktowego, czyli porozumienia między giełdami (np. NOREX). Innym rozwiązaniem mogłaby być fuzja giełd z utworzeniem jednolitej struktury (np. Euronext), co wymaga szybkiej prywatyzacji GPW, ponieważ zdecydowana większość giełd ma prywatną formę własności.

Rozpatrywanie instytucjonalnych wyznaczników funkcjonowania giełdy nie jest możliwe bez powiązania jej funkcjonowania z KDPW. Istotne wydaje się szybkie włączenie tej instytucji w struktury międzynarodowe bądź też nawiązanie współpracy Depozytu z jego odpowiednikami w pozostałych państwach UE. Teza taka ma istotne znaczenie ze względu na zaistniałe procesy integracji giełd europejskich oraz debiuty zagranicznych spółek na GPW w formie *dual listingu*. Prywatyzacja GPW powinna być połączona z prywatyzacją KDPW. Najodpowiedniejszym rozwiązaniem wydaje się znalezienie dla tych dwóch instytucji inwestora strategicznego wywodzącego się z jednej grupy kapitałowej, przy czym alians kapitałowy byłby ułatwieniem dla aliansu operacyjnego, chociaż nie musi być rozpatrywany z nim jednokierunkowo. Drugi ze wskazanych powinien połączyć interesy KDPW z jedną z głównych europejskich instytucji depozytowych, do których zalicza się Euroclear i Clear-

<sup>31</sup> *Polski rynek kapitałowy 2010...*, s. 29.

<sup>32</sup> *Ibidem*, s. 19.



stream. Takie rozwiązanie pozwoliłoby KDPW uczestniczyć w spełnianiu jego funkcji na znaczących rynkach europejskich i światowych. Z drugiej strony taki wariant budzi pewne wątpliwości dotyczące możliwości likwidacji usług lokalnych z inicjatywy paneuropejskich instytucji depozytowo-rozliczeniowych. Prawidłowo przeprowadzona integracja powinna jednak doprowadzić do tego, że instytucje lokalne świadczyłyby usługi komplementarne, a nie konkurencyjne w stosunku do instytucji paneuropejskich.

## UWARUNKOWANIA POPYTOWO-PODAŻOWE ROZWOJU GIEŁDOWEGO RYNKU AKCJI

Rozwój instytucjonalny od strony popytu na kapitały pieniężne zgłaszają inwestorzy. Ogólnie przyjęty podział inwestorów dokonuje ich dezagregacji na indywidualnych oraz instytucjonalnych. Podstawową grupę inwestorów instytucjonalnych stanowią w Polsce:

- fundusze inwestycyjne,
- Otwarte Fundusze Emerytalne,
- fundusze *private equity/venture capital* (działają na rynku niepublicznym).

Udział inwestorów indywidualnych w obrotach akcjami na GPW systematycznie zmniejszała się w okresie od 2000 do 2003 roku, co obrazuje wykres 2. Wzrost wskaźnika w 2004 roku był, jak się wydaje, wynikiem dużej liczby dobrych ofert publicznych, między innymi pierwszej publicznej oferty PKO BP.

W analizowanym okresie zauważono wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w obrotach akcjami, przy odmiennym trendzie dotyczącym inwestorów indywidualnych. Najbardziej stabilny okazał się udział w obrotach akcjami dokonywany przez inwestorów zagranicznych. Zaobserwowane tendencje wynikają z coraz aktywniejszej działalności inwestorów instytucjonalnych. Sytuacja w tym segmencie ewoluje w kierunku silnego segmentu **funduszy emerytalnych**, stale zasilanego przez napływające środki płatnicze. Pod koniec kwietnia 2005 roku działało ich 15. W końcu 2001 roku dysponowały one aktywami w wysokości 19,4 mld zł, a w 2002 roku osiągnęły wartość 31,5 mld zł<sup>33</sup>. Sukcesywnie **aktywa netto** powiększały się w kolejnych latach, przyjmując wartość:

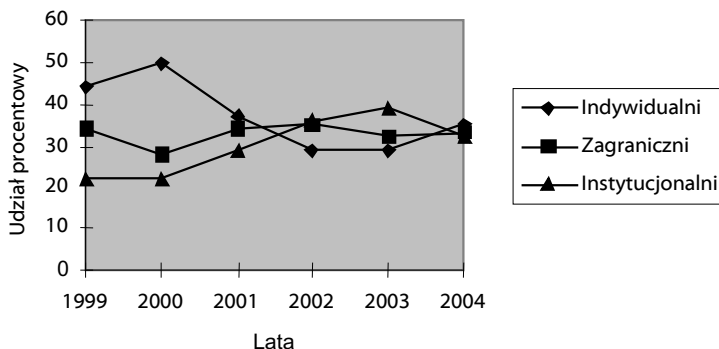
- 44,83 mld zł w grudniu 2003 roku<sup>34</sup>,

---

<sup>33</sup> *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 292.

<sup>34</sup> <http://www.3ing.pl/>

- 62,6 mld zł w 2004 roku<sup>35</sup>,
- 75 mld zł w lipcu 2005 roku<sup>36</sup>.



Wykres 2. Struktura inwestorów GPW w Warszawie w latach 1999–2004

Źródło: [www.gielda.pl](http://www.gielda.pl)

Problemem polityki alokacyjnej OFE są ściśle uregulowania prawne dotyczące składu portfela tych instytucji. Pojedynczy fundusz nie może posiadać więcej niż 40% aktywów w akcjach, obligacjach zamiennych na akcje oraz prawach do akcji notowanych na regulowanym rynku giełdowym. Przekazywane na rzecz OFE środki płatnicze przez ZUS, przykładowo między kwietniem 2004 roku a marcem 2005 roku kwota ta wynosiła ponad 12 mld zł, stanowią podstawę nowych inwestycji giełdowych. Przyjmując tylko, że portfel opisywanej instytucji składa się w trzydziestu procentach z lokat regulowanego rynku giełdowego, to oznacza konieczność inwestowania tylko przez fundusze 3,6 mld rocznie w akcje. Brak nowych emisji akcji może spowodować zachwianie płynności na rynku kapitałowym oraz nieprzewidziane zmiany cen rynkowych walorów.

Dynamicznie w analizowanym okresie rozwijają się także **fundusze inwestycyjne**. Szczególnie istotnym i prorozwojowym aktem dla „środowiska” funduszy jest przyjęta przez Sejm 27 maja 2004 roku ustawa o funduszach inwestycyjnych. Zapisy jej regulują zasady działania wskazanych instytucji w nowych warunkach rynkowych, w ramach wspólnego europejskiego rynku finansowego. Najistotniejsze postulaty ustawy wskazują na możliwość rozsze-

<sup>35</sup> [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl)

<sup>36</sup> [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl)

rzenia oferty produktowej Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych między innymi o fundusz funduszy, fundusz z wydzielonymi subfunduszami, fundusz nieruchomości i Umbrella Funds. Szersza oferta hipotetycznie daje nowe możliwości osiągnięcia zysków oraz powoduje wzrost bezpieczeństwa klientów przez większą dywersyfikację sektorową geograficzną czy też instrumentów. Wprowadza ona również ustawowy standard funduszu rynku pieniężnego oraz możliwość zarządzania przez TFI portfelem klienta na zlecenie. Nowe regulacje prawne umożliwiają także polskim firmom przygotowanie się do konkurowania na równych i przewidzianych przez tę ustawę zasadach.

Sektor funduszy inwestycyjnych systematycznie się rozwija, a nowa ustawa stanowi istotny element kontynuacji dobrej passy tych instytucji. W latach 2000–2005 systematycznie wzrastała wartość aktywów netto funduszy, które kształtowały się w następującej wysokości:

- w przedziale 4–8 mld zł w 2000 roku,
- 12,1 mld zł w 2001 roku,
- 21,8 mld zł w 2002 roku<sup>37</sup>,
- 37,7 mld zł w 2003 roku,
- 37,73 mld zł w 2004 roku<sup>38</sup>,
- 42,55 mld zł w czerwcu 2005 roku<sup>39</sup>.

Mała ilość nowych emisji giełdowych akcji, może stanowić podstawę dla zaistnienia wzmiankowanego przy opisie OFE braku płynności. GPW. Stawiane pod rozwagę badawczą problemy przenoszenia się polskich inwestorów na rynki zagranicznych funduszy nie znalazły odzwierciedlenia w praktyce. Przyczyny tego stanu rzeczy należy upatrywać w przyzwyczajeniach alokujących do rodzimego rynku kapitałów pieniężnych oraz dobrej koniunkturze giełdowej.

Drugą stroną transakcji giełdowych są emitenci. Rozwój tego rynku oraz jego uwarunkowania opisano w ramach charakterystyki rozwoju i strategii GPW.

## ZAKOŃCZENIE

Rozwój rynku kapitałowego zdeterminowany jest przez wiele czynników i wyznaczników, które starano się przybliżyć w prezentowanym artykule. Główne z nich, związane są z elementami konstytuującymi pojęcie instytucji. Z te-

<sup>37</sup> *System finansowy...*, s. 292.

<sup>38</sup> Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce, [www.stfi.com.pl](http://www.stfi.com.pl)

<sup>39</sup> Analizy Online na podstawie raportów TFI oraz danych IZFiA, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl)

go powodu zwrócono w pierwszej kolejności uwagę na obowiązujące regulacje prawne oraz wskazano podstawowe kierunki zmian dotyczące istniejących nisz prawnych.

Kontynuacja rozważań pozwoliła scharakteryzować znaczenie giełdy dla gospodarki kraju oraz określić strategię jej rozwoju w świetle problemów, które ujawniły się w związku z obowiązującymi tendencjami na rozwiniętych rynkach finansowych.

Artykuł kończy krótka analiza uwarunkowań rozwoju giełdowego rynku akcji z punktu widzenia działalności inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Zauważona tendencja dotycząca niedojrzałości rynku kapitałowego, związana z nierównowagą podaży-popytu, stanowi, jak się wydaje, podstawowy wyznacznik wzrostu kursów na GPW w Warszawie S.A. Kapitał pozyskiwany od publiczności tylko przez fundusze inwestycyjne, kontynuując rozważania do końca 2005 roku, mógł sukcesywnie utrzymywać aprecjację notowań giełdowych<sup>40</sup>.

Na kanwie podsumowania należy stwierdzić, że wszelkie zmiany prawne oraz strategiczne dla funkcjonowania rynku kapitałowego stanowią tylko tło dla najistotniejszej determinanty jego rozwoju i pozycjonowania giełdy. Decydujące znaczenie dla przyszłości GPW ma konkurencyjność polskich spółek, czego należy życzyć polskiemu rynkowi kapitałowemu.

## INSTITUTIONAL CONDITIONING OF THE DEVELOPMENT OF CAPITAL MARKET IN POLAND

### SUMMARY

The capital market fulfils certain functions in the economy. It is widely thought that the capital market is its pillar. This statement poses a challenge to the definition of the state and the circumstances of its development. Present tendencies on developed capital markets i.e. globalisation, liberalisation, competition, mergers, alliances cause that one should outline the ways of the development of the Polish investment market.

The extensiveness of the subject causes that the author of the paper decided to focus the analytical attention on the institutional conditions of the stock-exchange share market.

---

<sup>40</sup> Fundusze inwestycyjne pozyskały od lokujących w październiku 2005 roku prawie 1 mld zł, a przykładowo w grudniu około 3 mld zł.

Further parts of the article define the term of institutionalism and the essence of the institution. The separation of the components of the given definition allowed for an analysis of the existing state and of the conditions for the development of the capital market in the light of legal regulations. Then the strategy of Warsaw Stock Exchange was described, embedded in its progress determinants. The paper closes with a section concerning the supply – demand conditions of the development of the stock exchange market.