

*Małgorzata Janicka**

POLSKI RYNEK KAPITAŁOWY W PRZEDEDNIU INTEGRACJI Z UNIĄ EUROPEJSKĄ

Polski rynek kapitałowy funkcjonuje od roku 1991 (jeśli za początek jego działalności przyjąć moment uruchomienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie). W ciągu minionych dziewięciu lat stał się uznanym elementem systemu finansowego. Niestety dziewięć lat nie wystarczyło, by bez obawy mógł oczekiwać zmian, które wkrótce nadejdą.

Polska stara się obecnie o przyjęcie w poczet członków Unii Europejskiej. Fakt ten niesie ze sobą wiele korzyści dla naszej gospodarki, niesie jednak również pewne zagrożenia. Jednym z istotniejszych zagrożeń dla polskiego rynku kapitałowego, o którym często się wspomina, jest możliwość jego marginalizacji. Trudno zgodzić się z twierdzeniem, że zagrożenie to jest prostą konsekwencją integracji finansowej z krajami UE, bądź też postępującej globalizacji światowych rynków finansowych. Problemy naszego rynku wydają się być głównie wewnętrznej natury. Bodźce wysyłane przez otoczenie zewnętrzne mają wpływ na zachodzące na nim wydarzenia, jednak dyskusyjne jest postrzeganie ich jako przyczyn kłopotów, które nasz rynek trapią.

Można zaryzykować następujące twierdzenie: źródłem relatywnej słabości polskiego rynku kapitałowego nie są ani czynniki zewnętrzne, ani jego wady „konstrukcyjne”. Wynika ona w przeważającej mierze ze stanu polskiej gospodarki, krótkiego czasu działania rynku kapitałowego w Polsce oraz z braku tradycji inwestowania w papiery wartościowe.

Polski rynek kapitałowy został zbudowany praktycznie od podstaw. Sytuacja ta miała swoje dobre i złe strony. Do dobrych można zaliczyć brak problemów wynikających z istnienia częściowej struktury rynku (czasami łatwiej budować niż przebudowywać). Do złych – brak rodzimych wzorców funkcjonowania rynku kapitałowego (pomijając te z odległej przeszłości) i wynikającą m. in. stąd konieczność określenia docelowego modelu rynku, stworzonego na podstawie doświadczeń innych krajów (problem wyboru najlepszego modelu).

* Dr, adiunkt w Katedrze Handlu i Finansów Międzynarodowych UŁ.

Istotnym czynnikiem ograniczającym znacznie swobodę działania konstruktorów rynku stał się czas, a raczej jego niedobór, będący konsekwencją przyjęcia określonego programu realizowania przemian własnościowych. Zgodnie z pierwotnymi planami większość prywatyzacji miała być przeprowadzona tzw. drogą kapitałową, przy czym znaczną część papierów wartościowych zamierzano sprzedać w ofercie publicznej. Jak najszybsze powstanie Giełdy Papierów Wartościowych oraz instytucji nadzorującej rozwój rynku kapitałowego stało się w tej sytuacji niezbędne. Dość często można spotkać opinie, że powołana w tym celu Komisja Papierów Wartościowych ingerowała zbyt głęboko w wydarzenia zachodzące na rynku, co w efekcie tłumilo jego rozwój. Trzeba jednak pamiętać, że w pierwszym okresie funkcjonowania rynku kapitałowego kwestią priorytetową było nadanie mu wiarygodności. W roku 1991, kiedy Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie dopiero rozpoczynała działalność, istnienie organu sprawnie nadzorującego publiczny rynek kapitałowy było konieczne, aby inwestorzy czuli się na nim bezpiecznie. Obecna Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, bez względu na uwagi krytyczne przekazywane pod jej adresem, dalej pełni rolę ważnego punktu odniesienia dla podmiotów (szczególnie zagranicznych) operujących na rynku kapitałowym w Polsce.

Tabela 1

Rodowód spółek giełdowych

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Razem
Oferty Skarbu Państwa	9	5	4	8	6	3	10	5	50
Wchodzące w skład grup kapitałowych	–	–	1	3	2	–	10	8	24
Mieszana forma własności	–	2	–	1	6	3	1	1	14
Prywatne o państwowym rodowodzie	–	–	–	7	4	6	9	13	39
Prywatne od początku	–	–	1	3	3	6	6	19	38
Spółki parterowe programu NFI	–	–	–	–	–	–	10	11	21
Razem	9	7	6	22	21	18	46	57	186

Źródło: *Rocznik Giełdowy 1999*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 1999, s. 71.

Analiza „rodowodu” spółek giełdowych dowodzi, iż nadzieje pokładane w aktywności Skarbu Państwa na giełdzie papierów wartościowych sprawdziły się tylko częściowo.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tab. 1, Giełda Papierów Wartościowych rozpoczęła działalność dzięki ofertom publicznym Skarbu Państwa. Z roku na rok liczba tych ofert malała, choć warto zauważyć, że w całym

badanym okresie 1991–1998 Skarb Państwa wprowadził na rynek giełdowy znaczącą liczbę podmiotów. Rozpatrywanie wpływu ofert Skarbu Państwa na rozwój rynku giełdowego wyłącznie w aspekcie ilościowym prowadzi jednak do niepełnych wniosków. Wartość dziesięciu największych spółek wprowadzonych przez Skarb Państwa stanowi ponad połowę wartości kapitalizacji giełdowego rynku akcji.

Można wnioskować, że nadzieje konstruktorów rynku spełniły się połowicznie. Choć rola Skarbu Państwa w rozwoju rynku giełdowego okazała się mniejsza od spodziewanej (liczba prywatyzacji przeprowadzonych drogą kapitałową z wykorzystaniem oferty publicznej jest niewielka w stosunku do wstępnych zamierzeń), to znaczenie prywatyzacji największych polskich przedsiębiorstw realizowanych przez Skarb Państwa nie podlega dyskusji.

Poziom rozwoju rynku giełdowego jednak rozczarowuje. Analiza wskaźników charakteryzujących rynek akcji wskazuje, że Giełda Papierów Wartościowych rozwija się znacznie mniej dynamicznie, niż pierwotnie oczekiwano. Prezentowane w tab. 2 wielkości dotyczą okresu 1991–1998, trzeba jednak zauważyć, że do końca 1999 r. nie nastąpił w sytuacji rynku giełdowego żaden dramatyczny przełom. Pojawiły się na nim nowe spółki, zwiększyła się kapitalizacja, jednak trudno zidentyfikować znaczące zmiany o charakterze jakościowym.

Bezsprzecznym sukcesem polskiej giełdy jest jej praktycznie bezproblemowe (jak dotąd) funkcjonowanie. Fakt ten stanowi dość istotny argument w sporze, czy Komisja Papierów Wartościowych i Giełd dobrze nadzoruje rozwój rynku kapitałowego. Na zgłaszane pod jej adresem zarzuty restrykcyjnego podejścia do rynku można odpowiedzieć pytaniem: czy bardziej liberalny stosunek KPWiG do uczestników rynku rzeczywiście sprzyjałby jego szybszemu rozwojowi? Jak wyznaczyć granice między nadużyciami dopuszczalnymi i niedopuszczalnymi? Należy przy tym pamiętać, że wizerunek Komisji, jako organu surowego i czujnego, miał i nadal ma bardzo istotny wpływ na postrzeganie rynku nie tylko w kraju, ale i za granicą.

Oceniając z perspektywy tych kilku lat rozwój rynku kapitałowego nie sposób pominąć kwestii, która do niedawna wywoływała spore dyskusje: czy w roku 1991 nie należało powołać równoległe regulowanego rynku pozagiełdowego, czy było błędem oparcie budowy rynku kapitałowego wyłącznie na rynku giełdowym? Z jednej strony nie ulega wątpliwości, że w początkowej fazie działania publicznego rynku kapitałowego, rynek ten byłby lepszą propozycją dla małych, prywatnych, polskich firm, niż niedostępna dla nich giełda. Z drugiej jednak strony równoczesne wykreowanie dwóch rynków byłoby nie tylko szalenie trudne, ale i kosztowne. W tej sytuacji całość sił i środków skoncentrowano na promocji jednego rynku, rynku giełdowego. Wybór ten przyniósł oczekiwane efekty. Nie sposób zaprzeczyć, że obecne problemy regulowanego rynku pozagiełdowego są konsekwencją m. in. tej właśnie decyzji. Jednak nie ona wydaje

Tabela 2

Podstawowe wskaźniki charakteryzujące giełdowy rynek akcji w latach 1991–1998

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Liczba notowanych spółek na koniec roku	9	16	22	44	65	83	143	198
Kapitalizacja na koniec roku (mln zł)	161	351	5 845	7 450	11 271	23 999	43 766	72 442
Wartość obrotów (mln zł)	30	230	7 873	23 420	13 668	29 894	52 342	62 305
Liczba sesji w roku	36	100	152	188	249	250	249	250
Liczba rachunków inwestycyjnych na koniec roku	53 885 ^a	162 222	281 006	831 366	807 593	894 144	1 181 000	1 262 212

^a Stan na 13.02.1992 r.Źródło: *Rocznik Giełdowy 1999*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 1999, s. 33.

się najważniejsza. Istotnym błędem było sprzężenie uruchomienia rynku pozagiełdowego z Programem Powszechnej Prywatyzacji. Rynek ten miał się stać platformą obrotu akcjami spółek parterowych należących do NFI. Trudno zapewne o pomysł bardziej chybiony. Rynek, który z założenia winien być przeznaczony dla spółek oferujących ponadprzeciętne zyski i inwestorów akceptujących ponadprzeciętne ryzyko nie mógł rozwinąć działalności bazując na akcjach spółek parterowych. Spółek, których kondycja finansowa pozostawała w większości przypadków wiele do życzenia, a udział w PPP stanowił szansę ratunku przed upadkiem. Zresztą jak się wkrótce okazało, również Narodowe Fundusze Inwestycyjne nie były zainteresowane szybkim wprowadzeniem zarządzanych spółek na regulowany rynek pozagiełdowy. Po trzech latach działania rynek ten nie zdołał umocnić swojej pozycji na polskim rynku finansowym. Obecnie coraz częściej słychać o możliwości jego wchłonięcia przez Giełdę Papierów Wartościowych. Wydaje się, że w świetle planów integracji z UE i perspektyw pełnego otwarcia rynku finansowego, pomysł ten jest bardzo rozsądny. Należy przypuszczać, że na jednolitym rynku finansowym zjednoczonej Europy, polski rynek pozagiełdowy nie miałby zbyt wielu szans na sukces.

Punkt sporny stanowi też kwestia, w jakiej fazie rozwoju znajduje się obecnie, działający stosunkowo krótko, polski rynek kapitałowy. Można przyjąć, że na jeden pełny cykl przypadają trzy główne fazy: wzrostu, stabilizacji i spadku (następnie kolejnej stabilizacji poprzedzającej kolejny wzrost). Czy jest to więc faza stabilizacji, czy też nadal faza wzrostu? Jakie warunki muszą być spełnione, by zmieniające się stany rynku zaliczyć do jednej fazy, a inne już do następnej? Czy np. spektakularny wzrost cen akcji w roku 1994 był elementem odrębnej fazy? Wydaje się, że obserwując podstawowe wskaźniki rozwoju rynku w badanych latach z jednej strony, z drugiej zaś analizując zmiany jakościowe, które miały miejsce na rynku kapitałowym w tym czasie można wyciągnąć wniosek, że badany okres jest częścią fazy wzrostu, nie zaś stabilizacji. W tej fazie, będącej okresem kształtowania się rynku, mają miejsce dość nagle i głębokie wahania rynkowej koniunktury, spowodowane nie tyle czynnikami ekonomicznymi, co raczej psychologicznymi, ilość spółek notowanych na rynku jest stosunkowo mała, dominują inwestorzy spekulacyjni, krótkoterminowi. Dopiero kiedy kapitalizacja rynku osiągnie pożądany poziom, pojawi się znaczna liczba inwestorów stabilnych, zaś reguły gry staną się jasne dla wszystkich zainteresowanych, można mówić o zakończeniu pierwszej fazy rozwoju i rozpoczęciu kolejnej. Tymczasem kapitalizacja nadal nie jest zadowalająca, grupa polskich inwestorów stabilnych dopiero powstaje. Czyli faza wzrostu trwa nadal.

Obserwując zmagania polskiego rynku kapitałowego z rzeczywistością gospodarczą nasuwa się pytanie: co stanowi główny czynnik stymulujący rozwój tego rynku – podaż papierów wartościowych na rynek czy zgłaszany na nie popyt (zakładając brak zmienności innych czynników)?

Warunkiem zaistnienia jest pojawienie się na rynku towaru, w tym konkretnym przypadku nietypowego – papierów wartościowych. Warunkiem zaistnienia z pewnością, ale raczej nie trwania. Można więc zaryzykować twierdzenie, że pojawienie się papierów wartościowych było warunkiem koniecznym, choć niewystarczającym, powstania rynku kapitałowego w Polsce. Jednak warunkiem jego rozwoju nie jest stały dopływ nań papierów wartościowych, lecz wolnych środków finansowych. Emisje papierów wartościowych wynikają głównie z pozytywnego nastawienia i zapotrzebowania zgłaszanego przez inwestorów, rzadko zapotrzebowanie zostaje wykreowane przed pojawieniem się walorów (wyjątkiem są spektakularne akcje promocyjne prowadzone przy dużych prywatyzacjach, które faktycznie są w stanie wykreować popyt, jednak w przypadku mniejszych przedsiębiorstw działania takie byłyby zbyt kosztowne, zaś ich rezultaty wysoce niepewne). Podstawą rozwoju rynku kapitałowego są zatem zasobni, aktywni i znający się na rzeczy inwestorzy.

Konkludując, to właśnie popyt na papiery wartościowe, czy też inaczej – podaż wolnych środków finansowych – warunkuje rozwój rynku. Duża liczba podmiotów emitujących papiery wartościowe i wielość tych papierów na nic się nie zdadzą, jeśli nie znajdą się chętni do ich nabycia. Duża ilość wolnych środków finansowych zawsze zostanie ulokowana (choć może nie na najkorzystniejszych warunkach). Jeśli nie wchłoną jej działające rynki, pojawią się nowe możliwości inwestowania (jak np. powstanie eurorynku w latach siedemdziesiątych). Zasadne wydaje się więc twierdzenie, że osią, wokół której kręci się rynek, jest inwestor. To dla niego stworzono system nadzorujący rynek, to na jego zapotrzebowanie tworzone są nowe instrumenty finansowe, to on w końcu decyduje, gdzie ulokuje swoje pieniądze. A ponieważ powstaje coraz więcej możliwości dokonywania różnych lokat, trzeba otoczyć inwestora polskiego rynku kapitałowego daleko posuniętą troską. Należy przy tym zaznaczyć, że troska ta winna być sprawiedliwie rozdzielona między wszystkich uczestników rynku. Obecnie coraz częściej podnoszony jest problem nierównego traktowania inwestorów przez polskie firmy – faworyzowania dużych, lekceważenia małych. „Mali” inwestorzy niejednokrotnie określani są mianem drobnych ciułaczy. Spotyka się też twierdzenie, że z racji wielkości angażowanych sum trudno w ogóle uważać ich za inwestorów. Tymczasem ci drobni ciułacze nie tylko samodzielnie kupują akcje, ale też lokują pieniądze na bankowych kontach, nabywają jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, odważnie próbują swych sił na rynku instrumentów pochodnych. Są pełnoprawnymi uczestnikami rynku kapitałowego i jeśli ich rola na tym rynku ma systematycznie rosnąć (przywoływany jest tu często przykład Stanów Zjednoczonych, gdzie znaczący udział w giełdowym rynku akcji mają właśnie inwestorzy indywidualni), należałoby nie tylko dbać o tych, którzy już zdecydowali się na inwestycje, ale także o tych,

którzy być może podejmą taką decyzję w przyszłości. Przez długie lata jedyną instytucją finansową, z którą w miarę regularnie kontaktował się przeciętny obywatel, był bank. Zmiana filozofii oszczędzania wymaga głównie czasu, wymaga jednak także edukacji. Z tradycją się nie walczy, tradycję się buduje, często latami.

Nowym elementem, który ma szansę wywrzeć znaczący wpływ na wzrost oszczędności jest reforma systemu ubezpieczeń społecznych. Po wielu latach istnienia systemu repartycyjnego wysokość przyszłej emerytury stała się bezpośrednio zależna od obecnie podjętych decyzji dotyczących rozdzielania otrzymywanych dochodów między oszczędności i konsumpcję. Aby oszczędzać, potrzebne są jednak nie tylko dobre chęci, ale i środki. Warunkiem wzrostu zainteresowania inwestycjami, także na rynku kapitałowym, jest wzrost dochodów. Im mniejsza nadwyżka finansowa do dyspozycji, tym mniejsza skłonność do podejmowania ryzyka inwestycyjnego, czyli tym mniejsza chęć zakupu akcji, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, o instrumentach pochodnych nie wspominając. W sytuacji, gdy znaczna część społeczeństwa posiada niewysokie dochody (szacunki wskazują, że ponad 50% osób czynnych zawodowo zarabia poniżej średniej krajowej) wprowadzenie obowiązkowej przynależności do funduszy emerytalnych drugiego filaru jest szansą na zwiększenie emerytalnych świadczeń w przyszłości. Reforma systemu ubezpieczeń społecznych ma również przyczynić się w sposób znaczący do rozwoju rynku kapitałowego – otwarte fundusze emerytalne mogą inwestować do 60% aktywów w akcje.

Niejednokrotnie pojawia się zarzut, że rynek kapitałowy rozwija się zbyt wolno (opinie te przycichły wobec trwającej ostatnio hossy). Uważam, że trudno zgodzić się z tym twierdzeniem. Od roku 1990 w polskiej gospodarce zmieniło się bardzo wiele. Być może tempo rozwoju rynku kapitałowego nie dorównywało szybkości tych przemian. Jakże jednak przyjąć kryterium oceny tego tempa? Kondycja naszej gospodarki pozostawała w końcu roku 1989 wiele do życzenia – brak równowagi pieniężnej i finansowej, inflacja sięgająca 250% w skali rocznej, długotrwały deficyt bilansu obrotów bieżących, niski poziom oficjalnych rezerw walutowych, bardzo duże zadłużenie zagraniczne¹. Przemiany zachodzące w sektorze finansowym zapewne przebiegały wolniej niż w sektorze produkcyjnym. Ale i waga tych przemian była inna. Budowa silnego, sprawnego i zasobnego sektora finansowego to odpowiedzialne zadanie, dodatkowo podejmowane w trudnych warunkach. W takich też warunkach powstawał rynek kapitałowy. Rok 1991, a raczej jego realia, wydają się obecnie dość odległą perspektywą. Warto jednak wrócić do nich pamięcią oceniając rozwój polskiego rynku w chwili obecnej.

¹ E. Pietrzak, *Wymienialność złotego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 37.

Istotnym problemem polskiego rynku kapitałowego wydaje się przerost oczekiwań nad możliwościami. Oczekujemy więcej, niż rynek może w danym momencie zaoferować. Intencją tego artykułu nie jest obrona niedoskonałości i wad rynku kapitałowego. Zbliża się jednak moment włączenia polskiego rynku kapitałowego w struktury Unii Europejskiej. Proces ten jest nie tylko pożądany, ale wręcz niezbędny. Nasz rynek nie może być izolowany. Polski rynek kapitałowy trudno jednak uznać za rynek dojrzały (szczegółowe udowodnienie tej tezy to temat na osobny artykuł). Określenie *emerging market* nie brzmi dobrze, niechętnie identyfikujemy się z grupą tzw. rynków wschodzących. Czy wobec tego jesteśmy gotowi konkurować z rynkami Unii Europejskiej? Czy jesteśmy w stanie równolegle prowadzić dwa rodzaje działań: rozwijać rynek kapitałowy i włączać go w rynek Unii?

Trudno winić rynek za to, że nie spełnia naszych oczekiwań, choć bez wątplenia można znaleźć wiele przyczyn tego stanu rzeczy wynikających z naszych własnych niedociągnięć. Obecna sytuacja nie jest dla nas komfortowa. Z jednej strony chcemy jak najszybciej integracji z Unią, z drugiej zaś obawiamy się konsekwencji, które integracja ta niesie ze sobą. Pozostaje odpowiedzieć na pytania: czy nasz rynek jest rzeczywiście gotowy na włączenie się w zintegrowany system finansowy Unii Europejskiej, czy też deklaruje taką gotowość w obawie przed marginalizacją?

Małgorzata Janicka

THE POLISH CAPITAL MARKET BEFORE THE INTEGRATION WITH THE EUROPEAN UNION

Poland is striving to become a member of the European Union. This fact brings very important consequences to the economy, including the capital market. The Polish capital market is young and not well developed. If its accession to the common financial market takes place too early, it can become marginalized. Staying outside the European Union is not a good solution either, in a long run means exactly the same. There is one way to change this situation. The development of the Polish capital market must be accelerated, as far as quality and quantity are concerned. It has to be done before the accession, so there is not too much time left.