



136.30	+3.34	▲	+2.51%
66.78	+28	▲	+42%
36.844	+414	▲	+1.14%
91.84	+1.11	▲	+1.22%
139.06	-1.10	▼	-78%
74.10	-60	▼	-80%
136.86	-18	▼	-13%
6.9405	-0.29	▼	-42%
28.8299	-240	▼	-83%
24.27	-15	▼	-61%
11.82	+10	▲	+85%
47.36	-09	▼	-19%
6.88	-10	▼	-143%
42.56	-15	▼	-35%
22.95	+29	▲	+126%
14.38	-02	▼	-14%
7.69	+17	▲	+226%
03	03	▼	-07%

Giełda a rozwój



Autorzy:

Mirosław Kachniewski	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie (rozdział 3 i 4)
Witold M. Orłowski	PricewaterhouseCoopers (rozdział 3 i 4)
Andrzej Rzońca	Fundacja FOR (rozdział 2)
Jacek Socha	PricewaterhouseCoopers (rozdział 3 i 4)
Dobiesław Tymoczko	Szkoła Główna Handlowa w Warszawie (rozdział 1)

Dobiesław Tymoczko pragnie podziękować Koleżankom i Kolegom za pomoc okazaną w trakcie przygotowywania rozdziału 1 niniejszego raportu.

Za merytoryczną pomoc w przygotowaniu rozdziału 3 i 4 niniejszego raportu autorzy dziękują pracownikom PricewaterhouseCoopers: Renacie Kowalskiej, Łukaszowi Koterwie, Jarosławowi Palejko, Bartoszowi Margolowi.

opracowanie graficzne i skład: *manfolio*

Warszawa, wrzesień 2008

www.for.org.pl
www.seg.org.pl
www.pwc.com/pl

Sponsor strategiczny FOR



Synteza	4
Wstęp	6
1. System finansowy a wzrost gospodarczy – przegląd literatury	7
1.1. Wpływ systemu finansowego na wzrost gospodarczy	7
1.2. Czy struktura systemu finansowego ma wpływ na wzrost gospodarczy?	10
1.3. Inne czynniki wpływające na stopień realizacji funkcji przez system finansowy	11
2. Transformacja ustrojowa a rozwój rynków finansowych	12
2.1. Warunki początkowe	12
2.2. Program reform	14
2.3. Wyniki gospodarcze i ich przyczyny	14
3. Rozwój rynku kapitałowego	19
3.1. Powstanie rynku kapitałowego	19
3.2. Ewolucja polskiego rynku kapitałowego	24
3.3. Polski rynek kapitałowy jako lider w regionie	28
4. Perspektywy dalszego rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki Polski	31
4.1. Perspektywy rozwoju gospodarczego Polski w nadchodzących latach	31
4.2. Perspektywy rozwoju rynku kapitałowego	31
4.3. Wyzwania stojące przed polskim rynkiem kapitałowym	32
4.4. Scenariusze dalszego rozwoju warszawskiej giełdy	35
Bibliografia	37

Synteza

- Istnieje duża zgodność wśród ekonomistów co do tego, że rozwinięty system finansowy pozytywnie wpływa na wzrost gospodarki. Instytucje finansowe, po pierwsze, zbierają informacje o zyskownych inwestycjach i kierują kapitał do tych projektów. Bez ich pośrednictwa każdy inwestor musiałby poszukiwać dobrych projektów samodzielnie. Wielu z nich zdecydowałoby się na projekty, w których zysk jest pewny, ale – w konsekwencji – niewielki, bo zebranie wiarygodnej informacji na temat potencjalnie bardziej zyskownych inwestycji byłoby dla nich zbyt kosztowne. Kosztu zebrania informacji, jak dużej części innych, nie da się ograniczyć bez specjalizacji i dużej skali działania. Po drugie, instytucje te sprawują nadzór nad inwestycjami, dbając o ich oszczędną realizację. Z jednej strony, osoby wykładające środki na inwestycje nie muszą tracić czasu i środków na wielokrotne kontrolowanie tego samego. Z drugiej strony, unika się sytuacji, w której każdy jest przekonany, że kto inny nadzoruje realizację inwestycji, a w efekcie nikt nie sprawuje nad nimi nadzoru. Po trzecie, sektor finansowy ułatwia zarządzanie ryzykiem. Pozwalając na jego rozproszenie, umożliwia przeznaczenie większej części oszczędności na inwestycje obarczone większym ryzykiem, ale i mogące przynieść większe dochody. Z jednej strony, wiele najbardziej zyskownych projektów wymaga dużych nakładów (dzięki nim można czerpać korzyści np. z dużej skali działania). Ale ludzie nie lubią wyłożyć dużych sum na realizację pojedynczego projektu. Z drugiej strony, zyskowne inwestycje wiążą się często z koniecznością zamrożenia kapitałów na długi czas. Tymczasem ludzie często chcą mieć możliwość szybkiego wycofania swoich oszczędności. Te i inne bariery dla realizacji inwestycji, związane z ryzykiem, znikają przy dobrze rozwiniętym sektorze finansowym. Po czwarte, sektor ten potrafi mobilizować duże kapitały na potrzeby inwestycji, a te najczęściej można zrealizować albo w całości, albo wcale. Firmy unikają kosztownego poszukiwania odpowiednio dużej liczby osób skłonnych wyłożyć swoje oszczędności na projekt. Wreszcie po piąte, instytucje finansowe ułatwiają wymianę dóbr. Rozwój wymaga specjalizacji, a specjalizacja oznacza większą liczbę transakcji. Sektor finansowy zmniejsza koszty ich zawierania, pozwalając np. na dokonywanie płatności bez fizycznego kontaktu stron transakcji. Jeżeli między ekonomistami jest jakiś spór, to głównie o to, czy struktura tego systemu ma znaczenie dla rozwoju, tzn. czy bardziej sprzyja mu rozwinięty sektor bankowy, czy rynek kapitałowy.
- Państwa Europy Środkowo-Wschodniej odziedziczyły gospodarkę zdominowaną przez własność państwową, z rozrośniętym przemysłem ciężkim i słabo rozwiniętym sektorem usług, w szczególności usług finansowych. Dziedzictwem socjalizmu w wielu krajach był nie tylko brak instytucji niezbędnych do sprawnego funkcjonowania gospodarki, ale i głęboka nierównowaga makroekonomiczna. Dopiero wprowadzenie reform gospodarczych obejmujących stabilizację makroekonomiczną, liberalizację, i przebudowę instytucjonalną, pozwoliło tym państwom się rozwijać. Jedną z sił napędzających wzrost gospodarki był rozwój sektora finansowego, który po reformach w większości krajów rósł szybciej niż PKB. Zasadnicze znaczenie dla rozwoju tego sektora miała prywatyzacja banków, która uodporniła banki na naciski polityczne i zwiększyła natężenie konkurencji w sektorze. Niezbędne dla rozwoju systemu finansowego było także stworzenie odpowiednich ram prawnych. Znaczenie tego sektora w gospodarce, mimo że wciąż mniejsze niż wynikałoby to z poziomu PKB na mieszkańca w naszym regionie, systematycznie się zwiększa. Dotyczy to w szczególności rynku kapitałowego. Kapitalizacja giełd papierów wartościowych w naszym regionie osiągnęła poziom występujący w starych krajach Unii Europejskiej na początku lat dziewięćdziesiątych.

- Giełda jest najbardziej widocznym symbolem rozwiniętego i sprawnie funkcjonującego rynku kapitałowego. Potocznie określana jest jako barometr gospodarki, obrazujący jej stan oraz zmiany koniunktury. Giełda sprzyja rozwojowi konkurencji, procesom restrukturyzacyjnym, rozwijaniu nowych technologii i innowacyjnych rodzajów działalności. Kilkunastoletnia historia rynku kapitałowego w Polsce pokazuje, że jej utworzenie było jednym z najbardziej udanych przedsięwzięć okresu transformacji. W 2007 r. kapitalizacja warszawskiej giełdy wyniosła 47 proc. PKB, co dało jej 11 miejsce wśród europejskich rynków regulowanych pod względem kapitalizacji. Stała się atrakcyjna nie tylko dla firm krajowych, ale i zagranicznych. Dotychczasowa strategia rozwoju GPW zakłada dążenie do osiągnięcia pozycji regionalnego centrum kapitałowego.
- Dalszy rozwój polskiej giełdy może następować według trzech głównych scenariuszy. Po pierwsze, GPW może pozostać spółką Skarbu Państwa. Jednak wtedy trudno będzie jej przejmować giełdy w innych krajach. Praktyka pokazuje bowiem, iż państwa niechętnie godzą się na przejęcia, których stroną jest podmiot kontrolowany przez inne państwo. Drugi scenariusz rozwoju GPW to prywatyzacja przez giełdę, w ramach której Skarb Państwa przestaje być akcjonariuszem większościowym, a w strukturze właścicielskiej spółki giełdowej pojawiają się inwestorzy finansowi i branżowi. Takie rozwiązanie stwarza możliwość nabywania i przejmowania innych giełd. Trzeci scenariusz zakłada pojawienie się wśród akcjonariuszy GPW dużego inwestora strategicznego, reprezentującego dużą giełdę światową. Takie rozwiązanie również mogłoby przysłużyć się rozwojowi naszej giełdy, pod warunkiem spełnienia trzech kluczowych warunków. Pierwszym jest pozostawienie giełdzie warszawskiej autonomii działania w Europie Środkowo-Wschodniej. W takim sojuszu GPW ma silną pozycję, zachowuje własną markę, a jednocześnie będąc częścią większej struktury korzysta z marki partnera. Drugi warunek polega na tym, że strategiczny partner będzie wspierał stworzenie w Warszawie dużego ośrodka obrotu papierami wartościowymi w Europie Środkowo-Wschodniej. Natomiast trzeci warunek obejmuje „wyposażenie” GPW w kapitał potrzebny do nabywania innych giełd.

Wstęp

Adam Smith, ojciec nowoczesnej ekonomii, już w 1776 roku stwierdził, że dobrze działający system finansowy i mechanizmy kontroli właścicielskiej są kluczowe dla rozwoju gospodarki.

Ale wedle obiegowych opinii system finansowy niczego nie tworzy. Ma natomiast przyczyniać się do pogłębiania różnic w dochodach między bogatymi i biednymi, i to w sposób nie uzasadniony wkładem poszczególnych osób w wytworzenie łącznego dochodu. Tę negatywną rolę ma w szczególności odgrywać rynek kapitałowy. Aktywnych uczestników tego rynku nazywa się „spekulantami”, nadając temu słowu pejoratywny wydźwięk.

Wedle obiegowych opinii system finansowy niczego nie tworzy

Jednak, jak to zwykle bywa z obiegowymi opiniami, nie są one budowane na rzetelnych badaniach. Ludzie, którzy je formułują, w ogóle nie zastanawiają się nad prostymi faktami:

- dlaczego w krajach zapóźnionych nie ma rozwiniętych systemów finansowych?
- dlaczego nie istnieją kraje o wysokim poziomie dochodu na mieszkańca bez rozwiniętych systemów finansowych?
- dlaczego nierówności dochodowe w krajach bez rozwiniętego systemu finansowego są często większe niż w tych, w których ma on istotne znaczenie?

Ten raport pokazuje jaka jest rzeczywista rola systemu finansowego w gospodarce.

Raport składa się z czterech części.

- W części pierwszej dokonano przeglądu literatury poświęconej związkom między systemem finansowym a rozwojem gospodarki. Z jednej strony przedstawiono wyniki badań dotyczących zależności między poziomem rozwoju systemu finansowego a wzrostem gospodarki. Z drugiej strony, opisano wyniki badań nad znaczeniem struktury systemu finansowego dla rozwoju, tj. czy lepszym dla rozwoju gospodarczego jest system zorientowany bankowo, czy rynkowo.
- Część druga została poświęcona transformacji ustrojowej państw Europy Środkowo-Wschodniej. Pokazano w niej, jakie elementy transformacji miały zasadnicze znaczenie dla rozwoju systemu finansowego.
- W części trzeciej określono historię rozwoju rynku kapitałowego w Polsce od początku transformacji ustrojowej. Przedstawiono szczegółowo etapy rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz jej znaczenie dla gospodarki.
- W części czwartej zarysowano perspektywy rozwojowe rynku kapitałowego w Polsce wraz z trzema najbardziej prawdopodobnymi scenariuszami rozwoju warszawskiej giełdy.

Ten raport pokazuje, jak niewiele wspólnego z rzeczywistością mają podobne opinie, a następnie...

... jak rozwijał się system finansowy w okresie transformacji...

... w tym w szczególności rynek kapitałowy...

... i jakie są jego perspektywy rozwojowe

1. System finansowy a wzrost gospodarczy – przegląd literatury

1.1. Wpływ systemu finansowego na wzrost gospodarczy

System finansowy ma wpływ na wzrost gospodarczy

W literaturze przyjmuje się, że pośrednicy finansowi redukują koszty pozyskania informacji, niezależnie od tego, czy przyjmują formę banku, czy wyspecjalizowanej instytucji sprzedającej informacje będące wynikiem analiz (Boyd i Prescott, 1986). W ten sposób pośrednicy finansowi wpływają na tempo wzrostu gospodarczego (poprzez odpowiednią alokację kapitału). Już Adam Smith w *Bogactwie narodów* stwierdził, że dobrze działające banki i mechanizmy kontroli właścicielskiej są kluczowe dla rozwoju gospodarczego (Wright, 2002). Także John Hicks (1969) uważał, że rozwój rynku kapitałowego, przyczyniający się do zmniejszenia ryzyka płynności aktywów finansowych, stanowił podstawę rewolucji przemysłowej w Anglii. Z kolei Merton Miller (1998) pisze, że „stwierdzenie, że rynki finansowe wpływają na wzrost gospodarczy jest zbyt oczywiste by się nim zajmować”. Także inni ekonomiści twierdzą, że związek między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym mógłby zostać zakwestionowany tylko wtedy, kiedy ograniczylibyśmy naszą wiedzę na temat wzrostu gospodarczego (Bagehot, 1873; Schumpeter, 1912; Gurley i Shaw, 1955; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973).

Powstaje jednak pytanie, jaki jest kierunek związku przyczynowo-skutkowego między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym. Jung (1986), Demetriades i Hussein (1996) uznali, że związek ten jest obustronny, szczególnie w krajach rozwijających się. Natomiast Neusser i Kugler (1998) uważają, że system finansowy pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy. Podobnie Rousseau i Wachtel (1998) oraz Rousseau i Sylla (1999) stwierdzają, że rozwój systemu finansowego prowadzi do wzrostu gospodarczego. Także Demetriades i Hussein (1996) oraz Christopoulos i Tsionas (2004) uważają, że system finansowy może być przyczyną wzrostu gospodarczego i nie ma dowodów na zależność dwukierunkową.

Beck, Demirgüç-Kunt i Levine (2004) wskazali dodatkowo, że rozwój systemu finansowego wpływa mocniej na biedniejsze jednostki i w ten sposób przyczynia się do redukcji nierówności. W krajach z wysokim poziomem rozwoju systemu finansowego współczynnik Giniego spada szybciej, dochody osób najuboższych rosną szybciej niż dochody średnie, a także szybciej spada odsetek populacji żyjącej za mniej niż jednego, dwa dolary dziennie.

Rioja i Valev (2004) uważają, że w krajach bogatych system finansowy wpływa na wzrost gospodarczy zwiększając wydajność, a w krajach uboższych przyspieszając akumulację kapitału.

Guiso, Sapienza i Zingales (2002) pokazali na przykładzie Włoch, że rozwój lokalnego systemu finansowego wpływa na wzrost poszczególnych regionów. Zatem integracja finansowa w skali międzynarodowej nie zmniejsza ważności krajowych systemów finansowych. Rozwój lokalnego systemu finansowego sprzyja zakładaniu nowych firm, wzrostowi istniejących firm oraz zwiększa konkurencję między firmami.

Dehejia i Lleras-Muney (2003) na podstawie badania poszczególnych stanów w USA stwierdzili, że rozwój systemu finansowego wpływa na wzrost gospodarczy. Ich rezultaty potwierdzają także tezę o znaczeniu nie wielkości, ale jakości systemu.

Cetorelli i Gambera (2001) uważają, że koncentracja banków sprzyja finansowaniu gałęzi zależnych od finansowania zewnętrznego, ale ma negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Z kolei Claessens i Laeven (2003) stwierdzili, że w krajach, w których system finansowy był mniej rozwinięty, sektory zależne od finansowania zewnętrznego rosły szybciej, jeśli systemy finansowe były mniej konkurencyjne, podczas gdy w bardziej rozwiniętych systemach większa konkurencja sprzyjała szybszemu wzrostowi gospodarczemu.

Już Adam Smith stwierdził, że dobrze działające banki i mechanizmy kontroli właścicielskiej są kluczowe dla rozwoju gospodarczego...

...także inni ekonomiści podzielają przekonanie o wpływie sektora finansowego na wzrost gospodarczy

Dyskusję budzi kierunek zależności między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym

Rozwój systemu finansowego przyczynia się do redukcji nierówności majątkowych, a także...

...w krajach uboższych przyspiesza akumulację kapitału

Rozwój lokalnego systemu finansowego sprzyja zakładaniu nowych firm i wzrostowi istniejących

Znaczenie ma nie wielkość lecz jakość systemu finansowego

Koncentracja banków sprzyja finansowaniu gałęzi zależnych od finansowania zewnętrznego, ale ma negatywny wpływ na wzrost gospodarczy

Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven i Levine (2004) z kolei uważają, że gospodarki oparte na małych firmach rozwijają się szybciej przy lepiej rozwiniętym systemie finansowym. Małe firmy napotykać bowiem więcej barier w dostępie do kapitału niż duże firmy. Rozwój systemu finansowego jest więc szczególnie istotny dla firm zaawansowanych technologicznie, gdyż są one zazwyczaj małe.

Warto sprawdzić, czy powyższe tezy znajdują potwierdzenie w badaniach ilościowych.

King i Levine (1993a) zbadali 77 krajów w okresie 1960-1989 i stwierdzili, że istnieje zależność między wskaźnikami rozwoju systemu finansowego a wskaźnikami wzrostu gospodarczego. Na podstawie swoich badań uznali, że stopień rozwoju systemu finansowego w latach 60. był dobrym prognostykiem późniejszego wzrostu gospodarczego (zatem rozwój systemu finansowego mógł być przyczynkiem wzrostu). Przykładowo, gdyby Boliwia zwiększyła wielkość sektora finansowego z 10% PKB do średniej dla innych krajów w 1960 r. (23%), wówczas roczne tempo wzrostu byłoby o 0,4% wyższe, a zatem PKB per capita w 1990 r. byłby o 13% wyższy niż w rzeczywistości.

Z kolei Levine i Zervos (1998) badając 42 kraje w latach 1976-93 stwierdzili, że płynność giełdy i poziom rozwoju systemu bankowego (kredyt dla sektora prywatnego/PKB) są pozytywnie i istotnie skorelowane z przyszłymi stopami wzrostu gospodarczego, akumulacją kapitału i wzrostem produktywności. Gdyby w dowolnym kraju zwiększyć płynność giełdy i rozwój systemu bankowego o jedno odchylenie standardowe (mierzone dla całej grupy), to pod koniec 18-letniego okresu PKB per capita byłby wyższy o 31%, a produktywność o 24%. Co istotne, wzrost nie jest zależny od kapitalizacji, tylko od płynności giełdy. Płynny rynek kapitałowy umożliwia podmiotom łatwą i szybką sprzedaż posiadanych instrumentów finansowych oraz umożliwia zamianę płynnych instrumentów finansowych na długoterminowe inwestycje w niepłynne procesy produkcji. Badanie przeprowadzone przez Caporale, Howells i Soliman (2004) dla 7 krajów rozwijających się w latach 1977 – 1998 wykazało, że istnieje zależność pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego (giełdy) a wzrostem gospodarczym. Rozwój rynku kapitałowego był ważniejszym czynnikiem wpływającym na wzrost gospodarczy niż wielkość kredytu bankowego. W badaniu potwierdzono wnioski Levine i Zervos, że ważniejsza od rozmiaru rynku kapitałowego jest jego płynność.

Levine, Loayza i Beck (2000) również stwierdzili silny związek między stopniem rozwoju systemu finansowego i długookresowym wzrostem PKB per capita. Przykładowo kredyty dla sektora prywatnego w Indiach w latach 1960-95 stanowiły 19,5% PKB. Gdyby relacja ta wzrosła do średniej dla krajów rozwijających się (25%), to roczny wzrost PKB per capita byłby wyższy o 0,6 pkt. proc. W przypadku Argentyny wzrost tego wskaźnika z 16% do średniej dla krajów rozwijających się dałby dodatkowy roczny wzrost PKB w wysokości ponad punktu procentowego.

Fink, Haiss i Hristoforova (2003) stwierdzili (na podstawie badań 13 krajów rozwiniętych w latach 1950-2000), że rozwój rynku obligacji przedsiębiorstw ma wpływ na aktywność gospodarczą.

Także autorzy raportu *The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction*, wskazują za King i Levine (1993a), że w kraju, który podniósłby poziom pośrednictwa finansowego ze średniego poziomu charakterystycznego dla 25% krajów o najniższym wzroście gospodarczym do średniego poziomu właściwego 25% krajom o najwyższym wzroście gospodarczym, PKB per capita wzrastałby o 1% rocznie szybciej niż w innych krajach. Ponieważ różnica pomiędzy średnim wzrostem gospodarczym (przez okres 30 lat, które obejmowało badanie) w tych dwóch grupach krajów wynosiła 5% rocznie, oznacza to, że czynnik dotyczący poziomu rozwoju systemu finansowego może wyjaśnić 20% tej różnicy. Autorzy zaobserwowali także, że zmiana poziomu pośrednictwa finansowego o 1% powoduje wzrost dochodów najbiedniejszych (w krajach o niskim poziomie dochodu) o prawie 0,4%.

Gospodarki oparte na małych firmach rozwijają się szybciej przy rozwiniętym systemie finansowym

Stopień rozwoju systemu finansowego w latach 60. był dobrym prognostykiem późniejszego wzrostu gospodarczego

Płynność giełdy i poziom rozwoju systemu bankowego są dodatnio skorelowane z przyszłymi stopami wzrostu gospodarczego i wzrostu produktywności

Więcej kredytów dla sektora prywatnego w stosunku do PKB przyczyniłoby się do wyższego tempa wzrostu

Rozwój rynku obligacji wpływa na aktywność gospodarczą

Czynnik dotyczący poziomu rozwoju systemu finansowego może wyjaśnić 20% różnicy we wzroście gospodarczym między krajami

Rajan i Zingales (1996) na podstawie danych dla 44 krajów i obejmujących lata 1980-1990 stwierdzili, że gałęzie przemysłu, które w znacznym stopniu finansują swoją działalność kapitałami zewnętrznymi rozwijają się znacznie szybciej w krajach z rozwiniętymi systemami finansowymi, gdyż koszt pozyskania środków finansowych jest niższy. Rozwój gałęzi wynika zarówno ze wzrostu liczby (nowe firmy), jak i rozwoju dotychczasowych przedsiębiorstw. Wg Rajana i Zingalesa rozwój systemu finansowego pobudza rozwój gospodarczy. Stwierdzono, że jest mało prawdopodobne, aby zauważalne związki (korelacja) między miernikami rozwoju systemu finansowego a rozwojem gospodarczym były wynikiem odwrotnej przyczynowości.

Mało prawdopodobne jest, aby kierunek zależności był odwrotny, czyli wzrost gospodarczy pobudzał system finansowy

Fisman i Love (2003) zmodyfikowali model Rajana i Zingalesa i stwierdzili, że możliwości rozwoju specyficzne dla każdej gałęzi przemysłu są szybciej i efektywniej eksploatowane przez firmy funkcjonujące w krajach z dobrze rozwiniętym systemem finansowym. Poziom rozwoju systemu finansowego wpływa nie tylko na rozwój tych sektorów gospodarki, które z natury rzeczy są zależne od kapitałów zewnętrznych, ale determinuje rozwój wszystkich gałęzi przemysłu, które w wyniku np. zmian technologicznych, szoków popytowych mają duży potencjał wzrostu. Rozwój systemu finansowego pobudza wzrost gospodarczy, gdyż umożliwia alokację środków do tych gałęzi, które mają duży potencjał wzrostu.

Rozwój systemu finansowego pobudza wzrost gospodarczy umożliwiając alokację środków do gałęzi, które mają duży potencjał wzrostu

Na wzrost gospodarczy wpływ mogą mieć także inne czynniki związane z usługami finansowymi. Przykładowo, Bekaert, Harvey i Lundblad (2001, 2005) wskazali, że liberalizacja finansowa zwiększa wzrost gospodarczy poprzez poprawę alokacji kapitału. Inne badania potwierdziły, że istnieje korelacja pomiędzy otwartością, integracją finansową gospodarki a poziomem jej rozwoju (kraje o wyższym poziomie rozwoju gospodarczego i o bardziej rozwiniętym systemie finansowym są bardziej otwarte na wymianę w obrotach kapitałowych). Nie istnieje jednak silny związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy integracją finansową i wzrostem gospodarczym. Edison, Levine, Ricci i Sløk (2002) przeprowadzili badanie 57 krajów, różnorodnych pod względem poziomu rozwoju gospodarczego, z którego wynika, że nie można odrzucić hipotezy zerowej stwierdzającej, że międzynarodowa integracja finansowa nie wpływa pozytywnie na rozwój gospodarczy. Związek pomiędzy integracją finansową a wzrostem gospodarczym nie zależy od czynników instytucjonalnych, politycznych oraz stabilności makroekonomicznej. Edison, Levine, Ricci i Sløk stwierdzili, że integracja finansowa pobudza wzrost gospodarczy jedynie w krajach o bardzo niskim poziomie rozwoju.

Istnieje korelacja między otwartością, integracją finansową gospodarki a poziomem jej rozwoju

System finansowy nie ma wpływu na wzrost gospodarczy

W literaturze pojawiają się także tezy, które nie tyle kwestionują związek między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym, co raczej wskazują, że finanse są nadbitym przecenianym czynnikiem mającym wpływ na wzrost gospodarczy (Lucas, 1988). Joan Robinson (1952) twierdziła np., że „przedsiębiorstwa prowadzą, finanse podążają za”. Zdarza się jednak, że ekonomiści kwestionują zależność między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym. Przykładowo Aghion, Howitt i Mayer-Foulkes (2004) uważają, że rozwój systemu finansowego nie ma bezpośredniego wpływu na tempo wzrostu gospodarczego.

W literaturze pojawiają się też tezy wskazujące na przecenianie wpływu finansów na wzrost gospodarczy

W jaki sposób system finansowy wpływa na wzrost gospodarczy?

Najprostszy mechanizm przedstawiany w literaturze, który opisuje interakcje zachodzące między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym wygląda następująco. Istnieje koszt dostępu do pośredników finansowych. Im więcej podmiotów korzysta z pośredników finansowych (w miarę rozwoju gospodarczego), tym lepsze informacje ci pośrednicy dostarczają. Zależność między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym jest zatem wzajemna (wyższy wzrost => więcej podmiotów korzysta z pośredników => lepsze

Zależność między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym jest wzajemna

informacje => wyższy wzrost) (Greenwood i Jovanovic, 1990). Podobne zależności zachodzą na giełdzie papierów wartościowych (wyższy wzrost => większe i bardziej płynne rynki => lepsza informacja => wyższy wzrost przez lepszą alokację) (Merton, 1987). Modele ekonometryczne nie wskazują jednak na tak ścisłe powiązania – brak jest zatem mocnych dowodów empirycznych.

1.2. Czy struktura systemu finansowego ma wpływ na wzrost gospodarczy?

W dyskusjach na temat związków pomiędzy systemem finansowym a wzrostem gospodarczym pojawia się także wątek dotyczący struktury systemu finansowego. W literaturze zwykle systemy finansowe dzieli się na:

- zorientowany bankowo (niemiecki, niemiecko-japoński),
- zorientowany rynkowo (anglosaski).

W modelu zorientowanym bankowo przedsiębiorstwa finansują swoją działalność głównie za pomocą kredytów bankowych. W modelu zorientowanym rynkowo większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw odgrywają rynki finansowe.

Zwolennicy systemu zorientowanego bankowo twierdzą, że rynki finansowe nie monitorują firm tak dobrze jak banki, gdyż więksi udziałowcy, jakimi są banki mają większą motywację i większe możliwości do zdobywania informacji o firmach (Shleifer i Vishny, 1997). Ekonomisci uważają także, że system oparty na bankach jest lepszy przy niskim poziomie rozwoju gospodarczego, natomiast w przypadku wzrostu dochodów, państwa odnoszą większe korzyści z systemu zorientowanego rynkowo (Levine, 1996).

Z kolei zwolennicy systemu zorientowanego rynkowo podnoszą, że pozwala on lepiej finansować projekty o wyższym ryzyku i wyższej oczekiwanej stopie zwrotu, a więc np. projekty innowacyjne (Gurley i Shaw, 1955; Patrick, 1966; Greenwood i Jovanovic, 1990; Saint-Paul, 1992; Devereux i Smith, 1994; Obstfeld, 1994). Wskazują także, że im płynniejsze (łatwiejsze do zbycia) są inwestycje, tym chętniej inwestorzy inwestują w przedsięwzięcia innowacyjne (bardziej ryzykowne), dające możliwość wprowadzania zmian technologicznych (Bencivenga, Smith i Starr, 1995). Ekonomisci twierdzą także, że w systemie zdominowanym przez banki ich rola w gospodarce może być zbyt duża. Nie tylko decydują one bowiem o alokacji środków, ale także korzystają z praw właścicielskich przysługujących im z tytułu posiadania akcji. W 1992 r. banki w Niemczech miały 61% praw głosu w 24 największych niemieckich koncernach, a w 11 koncernach udział banków na WZA przekraczał 75%. (Wenger i Kaserer, 1998). Zwolennicy systemu zorientowanego rynkowo uważają także, że lepiej eliminuje on słabe firmy, szybciej doprowadza je do bankructwa i nie „dofinansowuje” ich niepotrzebnie (Rajan i Zingales). Banki wolno przyswajają bowiem informacje o dużych zmianach w otoczeniu (nowych produktach, procesach etc.). Banki zatem chętnie finansują konserwatywne firmy, o dobrej kondycji finansowej, z długofalowymi, niezmiennymi planami gospodarczymi. Natomiast rynki finansowe chętniej finansują przedsięwzięcia innowacyjne, a tym samym ryzykowne. Model zorientowany rynkowo lepiej funkcjonuje także w sytuacjach nietypowych (Allen i Gale, 1999). Wspieraniu inwestycji innowacyjnych sprzyja także różnorodność dostępnych instrumentów finansowych (King i Levine, 1993b).

Większość badań wskazuje, że struktura systemu finansowego nie ma jednak wpływu na wzrost gospodarczy. Żaden z modeli systemu finansowego nie jest lepszy od drugiego. Żaden nie sprzyja bardziej wzrostowi, ani żaden nie stwarza firmom lepszych warunków do finansowania. Nie ma zatem jednej, optymalnej struktury systemu finansowego (Merton i Bodie, 2004).

Systemy finansowe dzieli się na zorientowane bankowo oraz zorientowane rynkowo...

...czynnikiem różnicującym jest źródło finansowania przedsiębiorstwa

System oparty na bankach jest lepszy przy niskim poziomie rozwoju gospodarczego

System zorientowany rynkowo sprzyja finansowaniu rozwiązań innowacyjnych

Struktura systemu finansowego nie ma jednak wpływu na wzrost gospodarczy...

Niektórzy ekonomiści uważają wręcz, że debata o tym, który model systemu finansowego jest lepszy, jest mało istotna. Ważniejszy jest stan sektora finansowego i jakość świadczonych usług (Merton, 1992). Usługi bankowe i oferta rynków finansowych mogą się bowiem uzupełniać, a nie być produktami konkurencyjnymi (Boyd i Smith, 1998; Levine i Zervos, 1998; Huybens i Smith, 1999). Rozwój giełdy może np. zwiększać stopień wykorzystania systemu bankowego (Demirgüç-Kunt i Maksimovic, 1996).

Wg Rajana i Zingalesa (1998) szybszy rozwój określonych gałęzi przemysłu w krajach z rozwiniętym systemem finansowym nie zależy od źródła kapitału zewnętrznego. Nie jest statystycznie istotne, czy kapitały zewnętrzne są pozyskiwane na rynku kredytowym, rynku akcji, czy poprzez emisję obligacji.

Istnieje jednak tendencja do zmiany systemu finansowego na zorientowany bardziej rynkowo, w miarę rozwoju gospodarczego kraju. Potwierdzeniem tej tendencji, jest fakt, że po utworzeniu strefy euro nastąpiło przesunięcie się finansowania przedsiębiorstw w kierunku rynków finansowych. Dotyczy to w szczególności dużych przedsiębiorstw. Przed wprowadzeniem euro emisja netto papierów dłużnych przedsiębiorstw w relacji do PKB była w krajach strefy euro zbliżona do 0, a po wprowadzeniu euro wzrosła do 2%. Analiza zobowiązań 274 największych światowych przedsiębiorstw (z wyłączeniem telekomów) pokazuje, że w Niemczech oraz Włoszech (które są reprezentatywne dla modelu zorientowanego bankowo) w latach 1997-2001 udział pożyczek bankowych w zobowiązaniach największych przedsiębiorstw zmniejszył się odpowiednio o 26,8 i 17,8 punktu procentowego (Bottazzi, Giavazzi). Także kraje z lepiej funkcjonującymi systemami prawnymi częściej ewoluują w stronę modelu zorientowanego rynkowo (Demirgüç-Kunt i Levine, 2001; oraz Ergungor, 2004).

1.3. Inne czynniki wpływające na stopień realizacji funkcji przez system finansowy

Ważniejsze niż rozróżnienie systemów zorientowanych bankowo i rynkowo jest rozróżnienie dobrze i źle funkcjonujących systemów prawnych, wspierających transakcje finansowe (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 1997). Źle funkcjonujący system finansowy prowadzi do nierówności dochodów poprzez uniemożliwienie optymalnej alokacji kapitału. Dobrze funkcjonujący system finansowy zwiększa natomiast dostępność usług finansowych i przyczynia się do wzrostu dobrobytu (Haber, Maurer i Razo, 2003; Rajan i Zingales, 2003).

Analiza Levine'a (2004) wykazała, że uwarunkowania prawne mają znaczenie dla rozwoju systemu finansowego. Państwa, w których systemy prawne zapewniają kredytodawcom, że ich wierzytelności będą zaspokajane, posiadają lepiej rozwinięty system pośrednictwa finansowego w przeciwieństwie do państw o słabszych prawach dla kredytodawców. Dla rozwoju pośredników finansowych ważniejszą kwestią jest zapewnienie skuteczności egzekwowania zobowiązań umownych, niż formalna jakość aktów prawnych i kodeksowych. Wyniki badań wskazują, że czynniki prawne przyczyniające się do rozwoju pośrednictwa finansowego są silnie związane z długookresowym tempem wzrostu gospodarczego. Uzyskane wyniki badań potwierdzają teorię Bagehota (1873), Schumpetera (1912) oraz Hicksa (1969), że poprawa jakości regulacji prawnych wpływa na rozwój pośrednictwa finansowego, powodując przyspieszenie wzrostu gospodarczego

Demirgüç-Kunt, Laeven i Levine (2004) wskazali, że regulacje nadzorcze redukują efektywność sektora bankowego, a Beck, Demirgüç-Kunt i Levine (2003b) uważają, że regulacje nadzorcze dotyczące konkurencji zwiększają podatność banków na szoki. La Porta, Lopez-

...usługi bankowe i oferta rynków finansowych mogą się bowiem uzupełniać

W krajach z dojrzałym systemem finansowym rozwój gałęzi przemysłu nie zależy od źródła pozyskania kapitału

Istnieje tendencja do ewolucji systemu finansowego w stronę modelu zorientowanego rynkowo...

...co obserwuje się obecnie w krajach strefy euro.

Dobrze funkcjonujący system finansowy zwiększa dostępność usług finansowych i przyczynia się do wzrostu dobrobytu

Dla rozwoju pośredników finansowych ważne jest zapewnienie skuteczności egzekwowania zobowiązań

de-Silanes i Shleifer (2006) wskazali, że regulacje i praktyki nadzorcze, które dają jasne wytyczne co do sprawozdawczości, ale nie oddają zbyt dużej władzy nadzorcom, zwiększają wielkość sektora bankowego i rynku giełdowego. Beck, Demirgüç-Kunt i Levine (2003a) uważają, że oddanie zbyt dużej władzy nadzorcom utrudnia firmom pozyskanie finansowania i zwiększa korupcję w sektorze bankowym. Caprio, Leaven i Levine (2003) uważają, że dobra ochrona prawna akcjonariuszy lepiej wpływa na wzrost wartości banków niż restrykcyjne regulacje nadzorcze.

Bertrand, Schoar i Thesmar (2004) wskazali, że deregulacja, jaka nastąpiła we Francji w 1985 r. (zniesienie interwencjonizmu państwa realizowanego przy pomocy polityki kredytowej) spowodowała, że banki łatwiej eliminowały z rynku firmy słabe, podniosły koszt kapitału dla firm w gorszej kondycji i poprawiły alokację kapitału. To zmniejszyło koncentrację w przemyśle.

Istotną kwestią dla rozwoju systemu finansowego jest także zapewnienie przejrzystości obrotu gospodarczego. Państwa, w których korporacje publikują pełne sprawozdania finansowe oraz wyczerpujące raporty dotyczące ich działalności, mają lepiej rozwinięty system pośrednictwa finansowego, niż państwa, w których raporty korporacji zawierają mniej informacji (Levine, 1996).

Istotna jest zatem nie struktura, ale jakość systemu finansowego, która może mieć bardzo duży wpływ na przepływy kapitałowe, a tym samym na wzrost gospodarczy (Boyd, Smith, 1992). Pozytywnie skorelowana z jakością świadczonych usług jest wielkość systemu finansowego (Goldsmith, 1969).

Regulacje dające jasne wytyczne, ale nie oddające zbyt dużej władzy nadzorcom, zwiększają wielkość sektora bankowego i rynku giełdowego

Deregulacja we Francji w 1985 r. ułatwiła eliminację z rynku firm słabych oraz poprawiła alokację kapitału

Przejrzystość obrotu gospodarczego wpływa pozytywnie na rozwój systemu finansowego

Istotna jest nie struktura, ale jakość systemu finansowego

2. Transformacja ustrojowa a rozwój rynków finansowych¹

2.1. Warunki początkowe

Państwa Europy Środkowo-Wschodniej odziedziczyły po socjalizmie, po pierwsze, system gospodarczy zdominowany przez własność państwową, w którym rynek zastąpiono centralnym planowaniem. Wydatki publiczne w wielu krajach przekraczały 50 proc. PKB. System świadczeń socjalnych opierał się nie tylko na wydatkach państwa. Był rozbudowywany przez przedsiębiorstwa. Deformacja struktury cen na skutek administracyjnej kontroli i subsydiów do wybranych przedsiębiorstw eliminowało konkurencję wewnętrzną, a system wielu kursów walutowych i inne ograniczenia w handlu międzynarodowym, w tym racjonowanie dewiz wykluczały konkurencję zewnętrzną.

Drugą cechą charakterystyczną tych państw była wypaczona struktura gospodarki z wysokim udziałem przemysłu w tworzeniu PKB (w tym w szczególności przemysłu ciężkiego) oraz słabo rozwiniętym sektorem usług. Dominującą rolę w gospodarce odgrywały duże i średnie przedsiębiorstwa. Handel zagraniczny był zmonopolizowany przez ograniczoną liczbę dużych organizacji. Większość krajów była silnie uzależniona zarówno w eksporcie, jak i imporcie od rynku radzieckiego oraz pozostałych krajów RWPG.

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej odziedziczyły system gospodarczy zdominowany przez własność państwową, bez konkurencji wewnętrznej oraz z ograniczoną konkurencją zewnętrzną...

Po drugie, ich PKB w znacznie mierze tworzone były przez przemysł...

¹ Jeżeli nie zaznaczono inaczej, dane w tym rozdziale zaczerpnięto z Balcerowicza (1997) i Balcerowicza (2008). Decydując o sposobie analizy również wzorowano się na tych opracowaniach.

Trzecim wspólnym dziedzictwem był brak instytucji niezbędnych do sprawnego funkcjonowania gospodarki rynkowej, w tym w szczególności rozwiniętego systemu finansowego.

- Sektor bankowy miał strukturę monobanku. Nie podejmował niezależnych decyzji kredytowych. O ich rozdziale decydowano na szczeblu centralnym, kierując się przesłankami pozaekonomicznymi. Administracyjnie określano również cenę kredytu. Przedsiębiorstwa traktowały go jako jeszcze jedną formę dotacji państwowych. Nie prowadzono analiz ryzyka związanego z działalnością bankową, a w efekcie nim nie zarządzano. Nie obowiązywały regulacje ostrożnościowe. Nie istniał nadzór bankowy. Nie funkcjonował rynek międzybankowy.
- W żadnym z krajów nie istniała giełda papierów wartościowych, ani rynek pozagiełdowy, a w efekcie również instytucje, zajmujące się obsługą zawieranych na nich transakcji lub inwestowaniem na nich (np. biura maklerskie, fundusze inwestycyjne).
- Przedsiębiorstwa nie miały innej możliwości pozyskiwania kapitału na inwestycje jak tylko z rozdzielanych przez państwo dotacji i kredytów. Gospodarstwa domowe nie miały dostępu do innych instrumentów finansowych niż depozyty bankowe.
- Waluta żadnego z krajów nie była wymienialna ani na zewnątrz, ani nawet wewnątrz. W wielu krajach posiadanie walut obcych było zabronione i karane.

Po trzecie, nie posiadały sprawnych instytucji...

...sektora bankowego i rynku międzybankowego...

...giełdy papierów wartościowych...

...przedsiębiorstwa nie mogły pozyskać kapitału na inwestycje...

...a waluty nie była wymienialna

Wreszcie, wszystkie kraje cierpiały na głęboki niedostatek specjalistów od marketingu, finansów, nowoczesnej księgowości, a także profesjonalnych urzędników państwowych. Niedostatek osób o kwalifikacjach niezbędnych w gospodarce pogłębił niektóre problemy występujące w początkowym okresie transformacji, np. problem złych długów.

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej cierpiały na brak specjalistów z zakresu marketingu, finansów, księgowości itd.

Kraje różniły się natomiast między sobą pod względem sytuacji makroekonomicznej.

Na rok przed rozpoczęciem transformacji w krajach takich jak, z jednej strony, Czechosłowacja i Rumunia, a z drugiej strony, Bułgaria i Węgry otwarta inflacja była niska lub umiarkowana. Gdzie indziej, tj. np. w Polsce i dawnym Związku Radzieckim, była galopująca lub przeradzała się w hiperinflację.

W kwestiach makroekonomicznych pomiędzy tymi krajami istniały znaczące różnice

W Czechosłowacji i na Węgrzech, jeżeli występowała ukryta inflacja, wynikająca z administracyjnego hamowania wzrostu cen, to była niewielka. W trzech ostatnich latach socjalizmu fundusz płac rósł wolniej niż łączny produkt. Inaczej było w Bułgarii, Rumunii i Polsce, a przede wszystkim b. Związku Radzieckim. Tam płace były podnoszone znacznie szybciej niż zwiększała się podaż dóbr (MFW, 2000).

Czechom, Rumunom, Bułgarom i Węgom udało się uniknąć hiperinflacji

Źródłem wysokiej inflacji, tam gdzie ona występowała, była głęboka nierównowaga fiskalna. Na rok przed rozpoczęciem transformacji deficyt finansów publicznych sięgał 7,4 proc. PKB w Polsce i 8,5 proc. PKB w Bułgarii. W żadnym z krajów nie istniał rynek skarbowych papierów wartościowych, który umożliwiłby pokrycie deficytu w inny sposób niż przez jego monetyzację, czyli po prostu druk pustego pieniądza.²

Źródłem hiperinflacji w Polsce i w innych krajach regionu była głęboka nierównowaga fiskalna oraz...

² Jak trafnie stwierdzili Stanley Fischer i William Easterly (1990): „Można sobie wyobrazić gwałtowny wzrost masy pieniądza, który nie byłby spowodowany deficytem, tyle że jest to sytuacja nieprawdopodobna. Stąd też, gwałtowna inflacja jest prawie zawsze zjawiskiem fiskalnym”. Chore finanse publiczne doprowadziły do ciężkiej choroby pieniądza w większości krajów post-socjalistycznych; w 17 na 27 tych państw co najmniej w jednym roku inflacja przekraczała 400 proc., a w 24 – 100 proc. - zob. Fischer, Sahay i Vegh, 2002).

Dodatkowo, niektóre kraje obciążał balast wysokiego zadłużenia zagranicznego. Z jednej strony, w Polsce, na Węgrzech i w Bułgarii przekraczało ono, odpowiednio, 44, 61 oraz 63 proc. PKB. Z drugiej strony, Rumunia w ogóle nie była zadłużona, a w Czechosłowacji ciężar długu zagranicznego był niewielki.

...balast wysokiego zadłużenia zagranicznego

2.2. Program reform

Program reform obejmował stabilizację makroekonomiczną, liberalizację oraz przebudowę instytucjonalną.

Podstawowym celem polityki stabilizacyjnej było zduszenie inflacji. Obejmowała ona, z jednej strony, zmniejszanie deficytu budżetowego, a z drugiej strony, kontrolę kursu walutowego lub podaży pieniądza i – co się z tym wiąże – przejście do dodatnich realnych stóp procentowych. Jej elementem była również czasowa kontrola płac w sektorze publicznym.

Polityka stabilizacyjna skupiała się na dławieniu inflacji...

Celem programu liberalizacji było radykalne rozszerzenie zakresu wolności gospodarczej. Składały się na nią wyeliminowanie szczegółowej interwencji państwa, uwolnienie cen oraz otwarcie rynku na konkurencję z zagranicy (wprowadzenie jednolitego kursu walutowego i wewnętrznej wymiennalności waluty, likwidacja ilościowych ograniczeń w handlu zagranicznym).

...program liberalizacji na rozszerzaniu zakresu wolności gospodarczej...

Wreszcie, do głównych zadań przebudowy instytucjonalnej należały demonopolizacja (podział państwowych monopolii i ustanowienie prawa antymonopolowego), prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, budowa nowoczesnego systemu podatkowego, stworzenie samorządu lokalnego i wreszcie zbudowanie systemu finansowego, w tym instytucjonalnej niezależności banku centralnego, nowoczesnego sektora bankowego i rynku kapitałowego.

...a przebudowa instytucjonalna na demonopolizacji, prywatyzacji, budowie nowoczesnego systemu podatkowego oraz finansowego

Wszystkie elementy programu reform były ze sobą powiązane. Np. nie dało się przeprowadzić skutecznej stabilizacji makroekonomicznej bez niezależnego banku centralnego. Jednocześnie jednak, jak pokazało np. doświadczenie Rosji, przyznanie formalnej niezależności bankowi centralnemu było daleko niewystarczające do ustabilizowania gospodarki (zob. np. Aslund, 2001).

Wszystkie elementy programu reform musiały być ze sobą powiązane

2.3. Wyniki gospodarcze i ich przyczyny

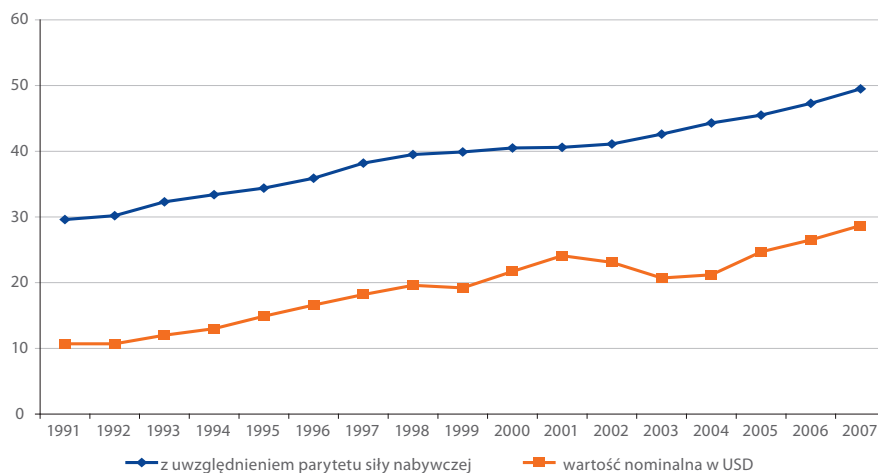
Kraje, które wprowadziły zdecydowany program reform odniosły sukces. W Polsce gospodarka zaczęła rosnąć już w 1992 roku, czyli w trzecim roku od rozpoczęcia transformacji. Przeciętne tempo wzrostu w latach 1992-2007 wyniosło 4,5 proc. i było jednym z najwyższych na świecie. W 1991 roku dochód na mieszkańca w Polsce stanowił jedynie 1/10 dochodu na mieszkańca w krajach obecnej strefy euro. W ciągu 17 lat ta przepaść zmniejszyła się prawie trzykrotnie. Nawet jeśli skorygować te liczby o różnicę w sile nabywczej euro czy dolara, odpowiednio, w naszym kraju i w strefie euro, pamiętając, że z czasem ta różnica się zmniejszyła, to postęp, jaki dokonał się w wolnej Polsce, był ogromny. W 1991 roku dochód na mieszkańca po skorygowaniu o siłę nabywczą wynosił między jedną czwartą a jedną trzecią dochodu na mieszkańca w strefie euro, a obecnie stanowi już ponad połowę. Nie tylko zwiększył się poziom produkcji, ale i zmieniła jej struktura. Praktycznie w każdej dziedzinie wprowadzono wiele nowych lub ulepszonych dóbr.

W Polsce radykalny program reform odniósł sukces, przyczyniając się do przeciętnego wzrostu gospodarczego w latach 1992-2007 na poziomie 4,5 proc.

Żaden z krajów Europy Środkowo-Wschodniej nie osiągnął równie dobrych wyników gospodarczych co Polska, jeśli brać pod uwagę cały okres transformacji. Ale w ostatnich 5 latach zdecydowana większość tych państw rozwijała się szybciej od nas.

Żaden inny kraj naszego regionu nie osiągnął równie dobrych wyników gospodarczych

Wykres 1. PKB na mieszkańca w Polsce (strefa euro = 100)



Źródło: MFW

Tabela 1. Przeciętne roczne tempo wzrostu PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1990-2006

	1990-2000	2000-2006
Polska	4,7	3,7
Bułgaria	-1,8	5,5
Estonia	0,2	8,6
Litwa	-2,7	8,0
Łotwa	-1,5	8,6
Czechy	1,1	4,2
Rosja	-4,7	6,4
Rumunia	-0,6	6,0
Słowacja	2,1	5,1
Słowenia	2,7	3,7
Ukraina	-9,3	7,8
Węgry	1,5	4,3

Źródło: Bank Światowy

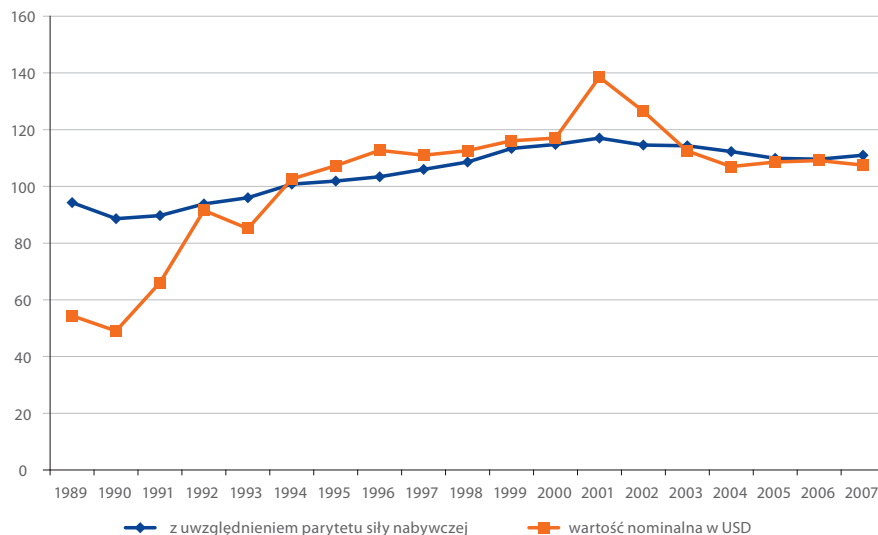
W rezultacie, dochód na mieszkańca w naszym kraju, który w 1990 roku był ponad dwukrotnie niższy od średniej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, do 2001 roku stał się o ponad jedną trzecią wyższy, ale teraz jest tylko nieco wyższy od średniej. Po skorygowaniu o różnice w siłę nabywczą te wahania były dużo mniejsze, ale tendencje – te same. W 1990 roku tak skorygowany dochód na mieszkańca był u nas o jedną ósmą niższy od średniej dla krajów naszego regionu, natomiast w 2001 roku – o ponad jedną szóstą wyższy, ale do dziś ta nadwyżka skurczyła się o prawie jedną trzecią.

Sukces Polski wynikał z jednoczesnego i szybkiego wprowadzenia szerokiego programu reform, obejmującego – jak już wspomniano – stabilizację, liberalizację i przebudowę instytucjonalną (jednak w późniejszym okresie tempo reform w naszym kraju osłabło; pod względem ich zakresu zostaliśmy wyprzedzeni przez większość państw regionu, w tym w szczególności przez kraje nadbałtyckie i Słowację – zob. tabelę poniżej). Te kraje, które długo zwlekały z reformami, osiągnęły słabe wyniki gospodarcze. Nie ma ani jednego przykładu stopniowych reform, które przyniosłyby sukces.

W 2001 r. skorygowany dochód na mieszkańca w Polsce był o ponad jedną szóstą wyższy od średniej dla krajów naszego regionu

Dzięki stabilizacji, liberalizacji i przebudowie instytucjonalnej Polska odniosła sukces.

Wykres 2. PKB na mieszkańca w Polsce (Europa Środkowo-Wschodnia = 100)



Źródło: MFW

Tabela 2. Pozycja wybranych krajów Europy Środkowej w rankingach wolności gospodarczej

	Fraser Institute (2005)	Heritage Foundation (2008)	Doing Business (2007)
Polska	56	83	74
Czechy	52	37	56
Słowacja	32	35	32
Węgry	22	4,3	45
Litwa	22	2,6	26
Łotwa	22	38	22
Estonia	8	12	17
Słowenia	91	75	55
Liczba badanych krajów	141	157	186

Źródło: Holmes, Feulner, O'Grady (2008), Gwartney, Lawson (2007), Bank Światowy (2007).

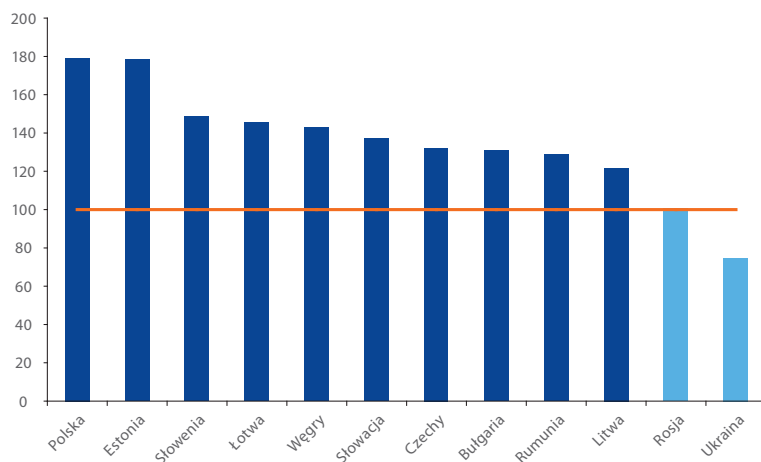
Szczególnie destrukcyjne dla poziomu dochodu było odwołanie radykalnego programu stabilizacji. Skutków takiego odwołania doświadczyły w szczególności Rosja i Ukraina³, ale także Bułgaria i Rumunia. Kraje Grupy Wyszehradzkiej i państwa nadbałtyckie zdołały uniknąć przedłużających się kryzysów fiskalnych. Pomógł im w tym niższy udział w tworzeniu PKB rolnictwa, na które dosyć trudno nakłada się podatki. Skala ujemnego wstrząsu fiskalnego w tych krajach była redukowana także przez mocniejsze więzi handlowe z krajami Europy Zachodniej. Zamortyzowały one część zaburzeń wywołanych przez rozpad RWPG.⁴ Pozostałym krajom trudniej było rozwinąć handel z państwami wysoko rozwiniętymi także w późniejszych latach ze względu na swoje położenie geograficzne – bardziej odległe od tamtych rynków.

Opóźnianie programów stabilizacyjnych miało bardzo zły wpływ na dochód narodowy w Rosji, Ukrainie, a także w Bułgarii i Rumunii.

3 W jeszcze większym stopniu ten problem dotyczył krajów WNP o niskim poziomie dochodu. Przed rozpadem ZSRR były one uzależnione od transferów (sięgających 20 proc. PKB) z innych republik. Upadek ZSRR był dla nich równoznaczny z dużym spadkiem dochodów sektora finansów publicznych. Nie były one przygotowane, aby sobie z tym spadkiem poradzić. Problemy fiskalne dodatkowo potęgowały liczne konflikty militarne, które wybuchły w regionie na początku lat dziewięćdziesiątych.

4 Trzeba jednak zauważyć, że dochody sektora finansów publicznych w małych krajach (np. krajach nadbałtyckich i Słowacji) w większym stopniu niż w krajach większych były uzależnione od kondycji finansowej kilku dużych przedsiębiorstw.

Wykres 3. PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (1990=100)



Źródło: TransMONEE

Odwleknięcia stabilizacji makroekonomicznej uniemożliwiało rozwój sektora finansowego.

- Po pierwsze, przedmiotem obrotu w sektorze finansowym jest pieniądź. Tak długo, jak długo szybko tracił on na wartości, rozwój tego sektora w ogóle nie był możliwy. W tych krajach, w których wystąpiła galopująca inflacja lub hiperinflacja, znaczenie sektora finansowego drastycznie się zmniejszyło. Np. w Bułgarii kredyt dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw zmniejszył się z prawie 83 proc. PKB do mniej niż 10 proc. PKB w 1997 roku. W Rosji do 1997 roku nie przekraczał on 10 proc. PKB, na Ukrainie – do 2000 roku, a w Rumunii – do 2002 roku.
- Po drugie, odwleknięcie stabilizacji skutkowało pogłębieniem się spadku produkcji. Pieniądź nie wypełniał właściwie swoich podstawowych funkcji, w tym powszechnie akceptowanego środka wymiany, a to ograniczało możliwości dokonywania transakcji (pojawiał się, charakterystyczny dla gospodarek prymitywnych, problem podwójnej zbieżności potrzeb stron transakcji). Spadek produkcji prowadził z kolei do narastania złych długów. Ich rozmiary ujawniły się z całą mocą w momencie, w którym kraje decydowały się w końcu na wprowadzenie programów stabilizacyjnych. Przejście do dodatnich realnych stóp procentowych oznaczało dla części dłużników trudności z regulowaniem swoich zobowiązań.
- Po trzecie, banki odziedziczyły po socjalizmie portfel kredytowy o niskiej jakości. Utrzymywanie ujemnych realnych stóp oraz praktyki kierowania kredytów do sektorów/przedsiębiorstw wskazywanych przez rząd jeszcze ten problem pogłębiły.

Utrata wartości przez pieniądź uniemożliwiła rozwój sektora finansowego...

opóźnienie stabilizacji skutkowało pogłębieniem się spadku produkcji...

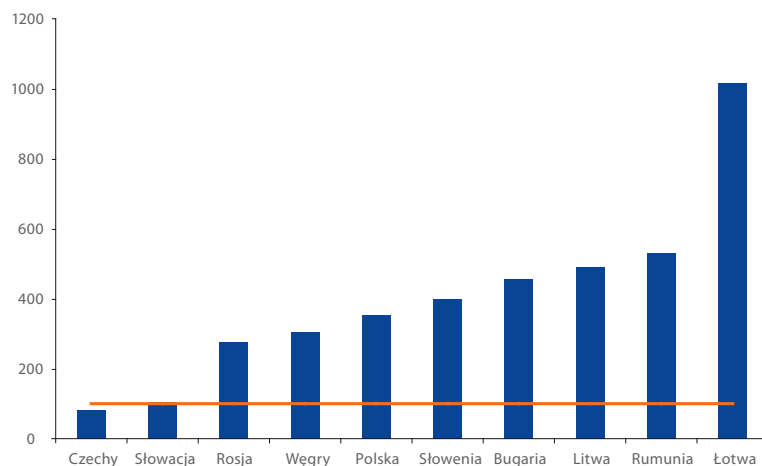
...a portfele kredytowe banków były bardzo niskiej jakości

Dopiero po przeprowadzeniu programów stabilizacyjnych sektor finansowy zaczął się rozwijać i w większości krajów rósł szybciej niż PKB. Następowoło tzw. „pogłębienie” rynków finansowych.

Zasadnicze znaczenie dla rozwoju systemu finansowego miała szybka prywatyzacja banków. Uodporniła ona banki na naciski polityczne, wzmocniła finansowo (w tym poszerzyła możliwości refinansowania się w innych bankach, w tym na rynkach zagranicznych), ułatwiła wprowadzenie nowoczesnych technologii i sposobów zarządzania, a także zwiększyła natężenie konkurencji w sektorze (czego odzwierciedleniem było m.in. zawężenie różnicy między oprocentowaniem kredytów i depozytów). W większości krajów została ona przeprowadzona ze znacznym udziałem inwestorów zagranicznych. Udział banków kontrolowanych przez

Szybka prywatyzacja banków uwolniła je od nacisków politycznych, wzmocniła finansowo, ułatwiła wdrożenie nowoczesnych technologii oraz pogłębiła konkurencję

Wykres 4. Relacja do PKB kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz kapitalizacji (pierwszy rok wzrostu PKB = 100)



Źródło: Bank Światowy

zagraniczne grupy kapitałowe w aktywach sektora waha się od około 22 proc w Słowenii do ponad 99 proc. w Estonii i na Słowacji (Aydin, 2008). Grupy te pochodzą głównie z krajów członkowskich UE-15 (Niemiec, Francji, Włoch, Holandii, Austrii, Szwecji i Belgii). Zagraniczni inwestorzy są również aktywni w innych sektorach systemu finansowego (ubezpieczenia, fundusze inwestycyjne).

W rozwoju sektora finansowego w krajach nadbałtyckich i Grupy Wyszehradzkiej pomogła też szybka liberalizacja przepływów kapitałowych. W rezultacie, systemy finansowe w tych krajach stały się bardziej otwarte niż w przypadku większości rynków wschodzących. Odzwierciedleniem tego jest duży zakres finansowania akcji kredytowej banków krajowych przez zagraniczne spółki-matki. Dotyczy to w szczególności krajów nadbałtyckich. W 2007 roku depozyty wystarczały bankom w tych krajach na pokrycie tylko 40 (Łotwa) – 60 proc. (Litwa) kredytów. Ekspansja kredytowa z lat 2002-2007 była w trzech czwartych (Litwa) – niemal w całości finansowana przez wzrost zadłużenia zagranicznego (Rosenberg, 2008). Innym przejawem tego otwarcia jest większa skala emisji papierów dłużnych na zagranicznych rynkach kapitałowych przez przedsiębiorstwa tych krajów w porównaniu do np. tygrysów azjatyckich, czy państw Ameryki Łacińskiej. Firmy krajowe mają szeroki dostęp do zagranicznych źródeł finansowania również poprzez bezpośrednie pożyczki od zagranicznych udziałowców oraz kredyty w bankach zagranicznych.

Wreszcie, niezbędne dla rozwoju systemu finansowego było stworzenie odpowiednich ram prawnych.

Stosunkowo szybko wprowadzono regulacje chroniące prawa wierzycieli i mniejszościowych akcjonariuszy. Problemem było jednak egzekwowanie tych przepisów. W tym zakresie poprawa następowała znacznie wolniej. Dotyczy to w szczególności naszego kraju, który pod względem np. skuteczności egzekwowania umów zabezpieczonych na aktywach został wyprzedzony nawet przez takie kraje jak Ukraina.

Sukcesywnie wprowadzano i wzmacniano regulacje ostrożnościowe. Na długo przed członkostwem w UE za wzorzec dla regulacji rynku finansowego przyjęto dyrektywy unijne. Budowa sprawnego nadzoru wymagała jednak czasu. Jego początkowa nieskuteczność przyczyniła się do pogłębienia problemu złych długów.

Istotnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku finansowego w krajach nadbałtyckich i Grupie Wyszehradzkiej była liberalizacja przepływów kapitałowych

Szybko wprowadzono regulacje chroniące prawa wierzycieli i mniejszościowych akcjonariuszy

Sukcesywnie wprowadzono i wzmacniano regulacje ostrożnościowe

Państwa przyjęły różne strategie rozwiązania tego problemu. W krajach nadbałtyckich polegała ona często na likwidacji nieefektywnych banków (np. na Łotwie w 1995 roku zlikwidowano największy bank). W większości pozostałych państw zdecydowano się na dokapitalizowanie banków obciążonych złymi długami. Najbardziej kosztowna okazała się restrukturyzacja banków w Bułgarii. Tam łączne koszty w latach 1991-1998 zbliżyły się do 40 proc. PKB. Równowartość ponad 25 proc. PKB pochłonęła restrukturyzacja banków w Czechach. Na Węgrzech było to prawie 15 proc. PKB. Na drugim krańcu znalazły się państwa nadbałtyckie, ale także Polska. W żadnym z tych krajów koszty te nie przekroczyły 5 proc. PKB (Zoli, 2001).

Obecnie system finansowy w krajach Europy Środkowej jest nadal słabiej rozwinięty niż w państwach rozwiniętych i w tygrysach azjatyckich. Jego znaczenie jest też wciąż mniejsze niż wynikałoby to z poziomu PKB na mieszkańca w naszym regionie. Dominującą rolę odgrywa sektor bankowy. Jednak rola rynku kapitałowego systematycznie rośnie (zob. następny rozdział). Kapitalizacja giełdy papierów wartościowych nie odbiega od poziomu występującego w starych krajach Unii Europejskiej na początku lat dziewięćdziesiątych.

3. Rozwój rynku kapitałowego

3.1. Powstanie rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy w Polsce funkcjonujący w formie, jaką dziś znamy, to efekt zmian rozpoczętych tuż po 1989 roku. Wprawdzie, co warto podkreślić, już w roku 1817 otwarto w Warszawie pierwszą giełdę papierów wartościowych, jednak związki między dzisiejszą giełdą a jej XIX-wieczną poprzedniczką należy uznać za wyłącznie historyczne. Początki nowoczesnego rynku kapitałowego miały miejsce w 1989 roku wraz z pierwszymi planami urynkowienia polskiej gospodarki. Bardzo szybko, bo już w 1991 roku udało się uruchomić warszawską giełdę. Moment ten był jednocześnie symbolicznym odrodzeniem się rynku kapitałowego w Polsce. Od tego czasu podlega on ciągłym zmianom i stopniowemu rozwojowi.

Można wymienić kilka powodów, dla których ważna była szybka odbudowa rynku kapitałowego i giełdy w Polsce. Przede wszystkim, silny i sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy to dziś jedna z głównych cech zdrowej, rozwiniętej gospodarki rynkowej. Jego podstawowe cele to z jednej strony umożliwienie przedsiębiorstwom pozyskania środków finansowych na działalność inwestycyjną czy operacyjną, a z drugiej stworzenie możliwości zyskowej alokacji kapitału przez inwestorów. Z kolei dzięki instytucji giełdy i obrotowi giełdowemu, cele te realizowane są w sposób jasny i przejrzysty dla uczestników rynku.

Początki rynku kapitałowego w Polsce były silnie związane z procesem prywatyzacji. Kraj wkroczył w lata dziewięćdziesiąte z przygniatającym udziałem przedsiębiorstw państwowych w gospodarce. Plany transformacji polskiego rynku, podobnie jak w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, zakładały stopniową redukcję udziału państwa w działalności biznesowej. W programach prywatyzacyjnych prowadzonych w latach 80-tych w Europie Zachodniej powszechnie wykorzystywano w tym celu instrumenty giełdowe. Cechą wspólną gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej na początku lat dziewięćdziesiątych był jednak praktycznie brak rynku kapitałowego. W rezultacie początkowo prywatyzacja przeprowadzana była głównie z wykorzystaniem innych metod (sprzedaż bezpośrednia inwestorom polskim, zagranicznym, pracownikom itp.). Tymczasem przykład prywatyzacji z lat 80-tych w Wielkiej Brytanii, powielony później w innych krajach Europy Zachodniej, pokazał, jak

W większości pozostałych państw zdecydowano się na dokapitalizowanie banków obciążonych złymi długami

Obecnie system finansowy w krajach Europy Środkowej jest nadal słabiej rozwinięty niż w państwach rozwiniętych, ale rola rynku kapitałowego systematycznie rośnie (zob. następny rozdział). Kapitalizacja giełdy papierów wartościowych nie odbiega od poziomu występującego w starych krajach Unii Europejskiej na początku lat dziewięćdziesiątych

Początki nowoczesnego rynku kapitałowego miały miejsce w 1989 roku wraz z pierwszymi planami urynkowienia polskiej gospodarki

Pierwsze lata rynku kapitałowego w Polsce były silnie związane z procesem prywatyzacji

efektywnie można przeprowadzić gruntowne procesy prywatyzacyjne przez oferty publiczne na giełdzie. Utworzenie rynku giełdowego w Polsce zwiększało przejrzystość prywatyzacji oraz, co równie istotne, dawało szansę na zachęcenie Polaków do aktywnego udziału w tych procesach.

Ostatni z tych czynników ma szczególne znaczenie. Krwioobiegim nowoczesnej gospodarki jest bowiem kapitał (pochodzący w dużej mierze z oszczędności obywateli), który za pośrednictwem instytucji rynków finansowych przeznaczany jest na inwestycje przedsiębiorstw. Na początku transformacji w Polsce jednym z kluczowych zadań było więc zachęcenie do oszczędzania, stworzenie odpowiednich warunków i różnorodnych możliwości lokowania kapitału. Rozwój sektora bankowego w latach 90-tych nastąpił bardzo szybko, ale rynek giełdowy, jako miejsce alokacji kapitału, rozwijał się dłużej m.in. ze względu na czasochłonną edukację, zwłaszcza wśród inwestorów indywidualnych. Alternatywny dla tradycyjnych sposobów oszczędzania i umożliwiający inwestorom osiągnięcie wyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału, wzbudzał jednak coraz większe zainteresowanie. Ponadto system rozwiązań prawnych i instytucjonalnych zapewniał, że lokowany kapitał był relatywnie bezpieczny, a w podejmowaniu decyzji inwestor mógł korzystać ze wsparcia wyspecjalizowanych podmiotów.

Zapewnienie dopływu kapitału do gospodarki poprzez zachęcanie do oszczędzania było z pewnością ważną przesłanką uruchomienia giełdy. Zaletą takiego rozwiązania był również fakt, że było ono korzystne również dla potrzebujących kapitału przedsiębiorstw, które miały szansę pozyskiwać fundusze bezpośrednio z rynku. Na początku procesu transformacji, w roku 1991, stopa oszczędności w Polsce (stosunek oszczędności gospodarstw domowych do PKB) kształtowała się na poziomie niespełna 16%, a w okresie 1991-1995 średnio na poziomie 17,7%, co oznaczało wynik niższy o ponad 2 punkty procentowe od średniej unijnej oraz o ponad 3 punkty procentowe gorszy niż w przypadku Hiszpanii. Różnica ta oraz fakt, że Polska przechodziła wówczas proces transformacji, wskazuje na istniejący na początku lat 90-tych niedobór oszczędności, w redukcji którego giełda mogła być skutecznym narzędziem.

Było to również korzystne rozwiązanie dla potrzebujących kapitału przedsiębiorstw

Duże znaczenie miało też stworzenie zachęt do oszczędzania i różnorodnych możliwości lokowania kapitału

Tabela 3. Przeciętna stopa oszczędności w wybranych krajach świata

	1988-1990	1991-1995	1996-2000
Australia	20,9	17,5	18,7
Kanada	19,4	15,5	20,6
Francja	21,3	19,8	20,9
Finlandia	25,6	17,1	24,5
Niemcy	b.d.	22,4	21,3
Grecja	19,8	19,3	18,0
Japonia	33,6	32,0	29,3
Irlandia	15,9	17,9	23,9
Korea	38,4	36,2	33,1
Holandia	26,3	25,6	26,8
Hiszpania	23,0	20,9	22,4
Włochy	21,2	19,7	21,1
W. Brytania	16,9	14,9	16,4
USA	16,6	15,9	17,7
Polska	b.d.	17,7	20,9
Unia Europejska	20,7	19,9	20,6
OECD	21,8	20,3	21,1

Budowa rynku kapitałowego w Polsce miała wreszcie ogromne znaczenie jako swego rodzaju zwieńczenie transformacji gospodarczej i symboliczne przejście do „świata kapitalizmu”. Jednym z najważniejszych symboli nowoczesnej gospodarki jest rozwinięty i sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy oraz jego najbardziej widoczny symbol – giełda. W opinii wielu inwestorów, obserwatorów i ekspertów, giełda jest również swego rodzaju barometrem gospodarki, obrazującym jej stan oraz zmiany koniunktury. W Polsce uruchomienie giełdy było jednym z bardziej zdecydowanych i widocznych (również medialnie) działań, które wpisywały się w cykl „zrywania” z gospodarką centralnie sterowaną i przechodzenia do świata kapitalizmu. Fakt odbudowy instytucji giełdy stał się jednym z głównych symboli transformacji takich jak prywatyzacja, wolny rynek, czy walka z inflacją.

Należy wyraźnie podkreślić, że budowa rynku kapitałowego, jego instytucji i regulacji była początkowo procesem niezwykle trudnym. Mówiąc wprost – rynek kapitałowy w Polsce nie istniał od pół wieku i zniknął zarówno z gospodarki, jak i ze świadomości społecznej. Pierwsze działania dotyczące rynku kapitałowego podjęła grupa specjalistów, utworzona w 1990 roku w strukturach Ministerstwa Finansów, której cel był jasny – stworzyć rynek kapitałowy w Polsce. Na początku proces ten wymagał szeregu strategicznych decyzji, które określiły kształt, formułę działania i model polskiego rynku kapitałowego na następne lata.

Pierwszą regulacją prawną związaną z rynkiem kapitałowym była ustawa z lipca 1990 roku dotycząca przeprowadzenia w Polsce procesu prywatyzacji. Prywatyzacja w ogóle stała się nie tylko jednym z kluczowych symboli polskiej transformacji, ale też i przyczynkiem do dalszych kroków budowania rynku kapitałowego, co znalazło liczne odniesienia w regulacjach prawnych, m.in. w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z marca 1991 roku. Szereg przepisów dotyczących polskiego rynku kapitałowego miał na celu ułatwienie przeprowadzenia procesu prywatyzacji przy wykorzystaniu rynku kapitałowego. Tym samym do odbudowy rynku kapitałowego włączona została kolejna państwowa instytucja – Ministerstwo Przekształceń Własnościowych (MPW). Już jesienią 1990 roku w MPW toczyły się równolegle dwa procesy. Jeden dotyczył przeprowadzenia prywatyzacji „pierwszej piątki” (spółek: Tonsil, Exbud, Krosno, Próchnik i Kable Śląskie). Te pierwsze publiczne oferty papierów wartościowych, w ramach których można było, zgodnie z ówczesnym hasłem, „poznać siłę swoich pieniędzy”, przeprowadzone zostały bez żadnych regulacji rynku kapitałowego. Niemniej potwierdzały one, że w procesie prywatyzacji obrano ścieżkę publicznego udziału, choć pod uwagę brane były wówczas różne inne koncepcje, w tym również powszechna prywatyzacja (którą jednak w okrojonej formie przeprowadzono w Polsce w latach dziewięćdziesiątych).

Drugi proces, który toczył się w MPW, dotyczył tworzenia zrębów instytucjonalnych polskiego rynku kapitałowego, w tym utworzenia samej giełdy papierów wartościowych. Odpowiednie działania realizowano w dwóch departamentach – w departamencie rynku kapitałowego i w departamencie komisji papierów wartościowych. Pierwszym z nich kierował Wiesław Rozłucki, późniejszy prezes utworzonej w 1991 roku GPW. Tempo prac nad utworzeniem i uruchomieniem giełdy było imponujące, sam Wiesław Rozłucki po latach podsumował ten proces słowami „Gdybym wiedział, że budowanie giełdy jest tak trudnym zadaniem, to pewnie nie udałoby się nigdy tego zrobić w ciągu pół roku”. Z kolei departament komisji papierów wartościowych w czerwcu 1991 roku przekształcił się w Komisję Papierów Wartościowych, a jej szefem został Lesław Paga, uprzednio dyrektor wspomnianego departamentu. W MPW przygotowywano zarówno koncepcje stworzenia rynku kapitałowego i giełdy, jak i regulacje prawne potrzebne do tego, aby rynek został uruchomiony. Jednym z kluczowych aktów prawnych była z pewnością ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, przyjęta przez Sejm 22 marca 1991 roku, tuż przed uruchomieniem GPW (16 kwietnia 1991 roku) oraz rozpoczęciem prac przez Komisję Papierów Wartościowych (1 czerwca 1991 roku).

Budowa rynku kapitałowego w Polsce oznaczała symboliczne przejście do „świata kapitalizmu”

Budowa rynku kapitałowego, jego instytucji i regulacji była procesem trudnym

Pierwszą regulacją prawną związaną z rynkiem kapitałowym była ustawa z lipca 1990 roku dotycząca przeprowadzenia w Polsce procesu prywatyzacji

Drugi proces dotyczył tworzenia zrębów instytucjonalnych polskiego rynku kapitałowego, w tym utworzenia giełdy papierów wartościowych

Giełda sprzyja rozwojowi konkurencji, procesom restrukturyzacyjnym, rozwijaniu nowych technologii i innowacyjnych działalności. Jej realny wpływ na gospodarkę jest dziś czymś oczywistym, a kilkunastoletnia historia rynku kapitałowego w Polsce pokazuje, że jej utworzenie było jednym z bardziej udanych przedsięwzięć okresu transformacji.

Przed architektami polskiego rynku kapitałowego stały trudne, strategiczne decyzje. Ich efektem stał się rynek oparty na czterech filarach, z których po latach każdy okazał się trwałym fundamentem. Jednak w momencie, gdy zapadały istotne dla przyszłości giełdy ustalenia, wybór tej, a nie innej drogi rozwoju rynku wymagał dalekowzroczności i dużej odwagi. Brak było gotowych, oczywistych rozwiązań. Podstawowe zasady, na których oparto utworzenie i rozwój giełdy to: obrót elektroniczny, dematerializacja, koncentracja obrotu oraz ochrona inwestorów.

Obrót elektroniczny

Obrót elektroniczny jest z pewnością lepszy, szybszy i tańszy od tradycyjnego systemu open outcry (czyli takiego, w którym zgromadzeni na parkiecie maklerzy składają zlecenia ustnie lub przekazują sobie sygnały). Nie wymaga zaangażowania wielu maklerów, może funkcjonować bez przerwy i gwarantuje dużą przejrzystość. Dziś obrót elektroniczny jest rozwiązaniem oczywistym, ale należy pamiętać, że 18 lat temu kultura informatyczna, zwłaszcza w Polsce, była na zupełnie innym poziomie niż obecnie i u wielu ludzi taki „wirtualny” sposób organizacji obrotu nie budził zaufania. Poza tym, obrót elektroniczny to niedrogi rozwiązanie dopiero wtedy, gdy osiągnięte są korzyści skali, a w momencie powstawania giełdy nie było pewności, w jakim stopniu przedsięwzięcie się rozwinię.

Dematerializacja papierów wartościowych

Wbrew pozorom sam obrót elektroniczny nie wymusza wcale dematerializacji papierów, a o wyborze takiej formy obrotu zadecydowały inne względy. Z papierami wartościowymi w formie materialnej wiąże się wiele niebezpieczeństw – istnieje ryzyko kradzieży, fałszerstwa, utraty dokumentu na skutek zdarzeń losowych, np. pożaru. Koszty wytworzenia i przechowywania papierów wartościowych w formie materialnej są wysokie. Z drugiej jednak strony, podobnie jak w przypadku elektronicznego obrotu, należało się liczyć z brakiem zaufania do akcji w postaci elektronicznych zapisów na koncie, a wykorzystanie w pełni zalet dematerializacji wymaga odpowiednio dużej skali działania.

Zdematerializowany papier wartościowy wymagał administracyjnego tworzenia rynku kapitałowego – musiały powstać domy maklerskie. Te instytucje prowadziły rachunki papierów wartościowych, na których zapisywane były akcje, obligacje, itd. Wiele osób twierdziło, że przeskoczenie fizycznego etapu papieru spowoduje odejście od rynku kapitałowego, ponieważ nie będzie poczucia własności i bogactwa, jakie jest utożsamiane z samym papierem wartościowym.

Koncentracja obrotu na rynku regulowanym

W okresie transformacji gospodarki stworzenie monopolu naturalnego na obrót papierami wartościowymi mogło wydawać się posunięciem antyrynkowym. Mimo to, wybór padł właśnie na to rozwiązanie, które już na wczesnym etapie rozwoju giełdy zapewniało odpowiednią płynność papierów wartościowych.

Historia rynku kapitałowego w Polsce pokazuje, że jej utworzenie było jednym z bardziej udanych przedsięwzięć okresu transformacji

Podstawowe zasady, na których oparto utworzenie i rozwój giełdy to: obrót elektroniczny, dematerializacja, koncentracja obrotu oraz ochrona inwestorów

Dematerializacja papieru wartościowego była kluczową decyzją, która określiła koncepcję i sposób tworzenia rynku kapitałowego

Ochrona inwestorów

Ustanowienie wysokich standardów informacyjnych i silnego nadzoru było kluczowe, by zapewnić uczciwość transakcji i bezpieczeństwo środków inwestowanych poprzez giełdę. Początkowo, gdy debiutowały wyłącznie spółki „pochodzące” z prywatyzacji, mogło się wydawać, że nie jest to konieczne posunięcie. W dłuższej perspektywie wprowadzenie regulacji chroniących inwestorów sprawiło, że polski rynek kapitałowy może cieszyć się zaufaniem inwestorów.

Model rynku

Przyjęty model rynku był swego rodzaju kompilacją systemów, które funkcjonowały na świecie, z których wybrano elementy będące nowoczesnymi rozwiązaniami: dematerializację, centralizację, elektroniczny system obrotu, a także system notowań oparty na zleceniach, jako bardziej powszechną i łatwiejszą do wprowadzenia formę obrotu papierami wartościowymi. Bazą i podstawą do utworzenia polskiego rynku kapitałowego były głównie rozwiązania przyjęte na rynkach francuskim i amerykańskim.

Okazało się, że oferta pierwszych pięciu spółek notowanych na warszawskim parkiecie i rozpoczęcie procesu prywatyzacji poprzez oferty publiczne dość szybko stworzyło w świadomości wielu Polaków chęć inwestycji. Własność nie przechodziła przez fikcyjny papier czy fikcyjny „pieniądz”, jakim była „kuponówka” lub okrojone powszechne świadectwo udziałowe. Był to rynek od samego początku oparty na pieniądzu, który trzeba było zainwestować.

Zainwestowane pieniądze w dłuższym okresie dawały konkurencyjne stopy zwrotu, pokazując jednocześnie, że były również okresy istotnych spadków w latach 1994, 1998, 2001 oraz 2007. Cechą giełdy w Warszawie przez lata było i jest to, czym nie charakteryzują się inne rynki, a mianowicie stosunkowo duży udział inwestorów indywidualnych, którzy obok tworzącej się coraz większej liczby instytucjonalnych inwestorów, funduszy inwestycyjnych czy Otwartych Funduszy Emerytalnych („OFE”), cały czas są obecni na rynku, zapewniając na nim płynność.

Struktura własnościowa

Na początku lat 90-tych struktura własnościowa GPW była funkcją stanu polskiego sektora finansowego. W zamierzeniu organizatorów giełdy, nie miała ona być spółką Skarbu Państwa. Instytucja ta miała być własnością banków, które miały tworzyć spółkę handlującą papierami wartościowymi. Kapitał zakładowy spółki miał wynieść 6 mln USD (ok. 60 mld ówczesnych złotych). Banki nie wyraziły jednak zainteresowania budową giełdy w Warszawie.

Sytuacja ta pokazuje, iż działania o charakterze szokowym są często znacznie efektywniejsze i przynoszące większą korzyść, niż decyzje podejmowane stopniowo, z uwzględnieniem postulatów wszystkich interesariuszy. Obecnie decyzje polityczne są często wynikiem kompromisu, który nigdy nie musi być tak efektywny, jak odpowiednio szybko podjęta decyzja biznesowa.

Przy braku zainteresowania ze strony inwestorów prywatnych, Skarb Państwa zasilił giełdę w odpowiedni kapitał zakładowy. Dzisiaj giełda jest warta setki milionów złotych, co może wskazywać na błąd, który popełniły instytucje finansowe nie inwestując w jej akcje.

Bazą i podstawą do utworzenia polskiego rynku kapitałowego były rozwiązania przyjęte na rynkach francuskim i amerykańskim

Zainwestowane na GPW pieniądze w dłuższym okresie dawały konkurencyjne stopy zwrotu

Przy braku zainteresowania ze strony inwestorów prywatnych, w odpowiedni kapitał zakładowy musiał wyposażyć giełdę Skarb Państwa

Dzisiaj w 98,8% GPW jest własnością Skarbu Państwa. Pozostałe 1,2% posiadają instytucje finansowe (głównie domy maklerskie), ze względu na obowiązujące przepisy mówiące, iż stroną transakcji na giełdzie może być tylko dom maklerski, który jest jednocześnie akcjonariuszem giełdy. Z tego powodu domy maklerskie kupowały niewielkie pakiety akcji GPW, by będąc akcjonariuszami i członkami giełdy mogły być jednocześnie stroną transakcji.

Ocena syntetyczna

W czasach, kiedy w Polsce kształtował się dopiero rynek kapitałowy, przyjęte rozwiązania były bardzo kontrowersyjne. Większość krajów regionu, nie odważyło się wprowadzić kompletu podobnych rozwiązań (np. rozwiązań dotyczących ochrony inwestorów). Z dzisiejszej perspektywy widać, że podjęte decyzje, choć trudne i wymagające dużej odwagi, były słuszne.

Z dzisiejszej perspektywy widać, że przyjęto właściwe rozwiązania

3.2. Ewolucja polskiego rynku kapitałowego

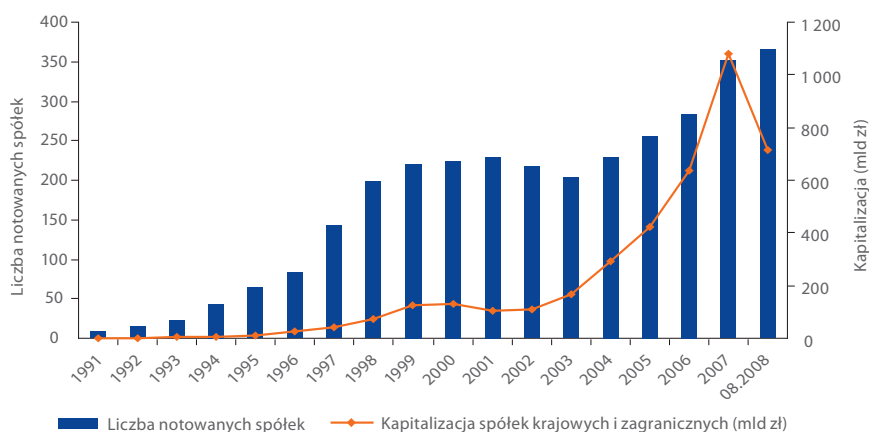
Za moment reaktywacji instytucji rynku kapitałowego w Polsce można uznać utworzenie Ministerstwa Przekształceń Własnościowych w 1990 roku, które dało początek Giełdzie Papierów Wartościowych oraz Komisji Papierów Wartościowych. Przygotowania do otwarcia nowej giełdy postępowaly dosyć szybko, a pomocą w sprawach merytorycznych i technicznych służyli francuscy eksperci – na mocy umowy rządów polskiego i francuskiego. Po przygotowaniu aktów prawnych regulujących rynek kapitałowy oraz obrót papierami wartościowymi, w dniu 12 kwietnia 1991 roku podpisano akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Zdecydowano również, że siedzibą tej instytucji, promującej wolny rynek i ideę prywatyzacji, będzie dawny budynek KC PZPR.

Za moment reaktywacji instytucji rynku kapitałowego w Polsce można uznać rok 1990

Gdy Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie rozpoczynała swoją działalność w 1991 roku, obrót papierami wartościowymi odbywał się raz w tygodniu – we wtorki, a ceny akcji ustalane były na fixingu przy pomocy pożyczonego komputera. Na pierwszej historycznej sesji 16 kwietnia 1991 roku złożono 112 zleceń kupna i sprzedaży na akcje pięciu spółek. Obecnie, na rynku głównym GPW notowane są akcje ponad 360 spółek, średnia wartość obrotu na sesję przekracza 1 mld zł a kapitalizacja wynosi ok. 700 mld zł (z czego niewiele ponad połowa to kapitalizacja spółek krajowych). Od początku istnienia giełdy liczba notowanych spółek rośnie z roku na rok, co w dużym stopniu determinuje także wzrost kapitalizacji. Szczególnym zainteresowaniem emitentów GPW cieszyła się w okresach hossy w latach 1997-1999 oraz 2004-2007, kiedy to miało miejsce zdecydowanie najwięcej debiutów giełdowych.

Szczególnym zainteresowaniem emitentów GPW cieszyła się w okresach hossy w latach 1997-1999 oraz 2004-2007

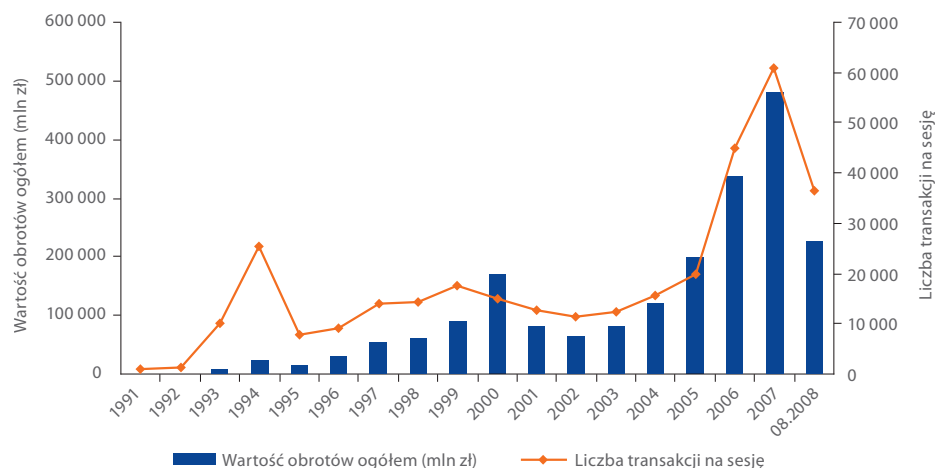
Wykres 5. Liczba notowanych spółek i kapitalizacja GPW w latach 1991-2008



Źródło: GPW

Charakterystycznym zjawiskiem w okresie hossy jest wzrost wartości obrotów, wynikający zarówno z notowań nowych spółek, jak i ze wzmożonego zainteresowania giełdą, co przekłada się także na wzrost cen akcji i większą liczbę zawieranych transakcji. Na wykresie historycznym doskonale da się to zaobserwować „na górkach” w 1994 i 2007 roku.

Wykres 6. Wartość obrotów ogółem i liczba transakcji na sesję na GPW w latach 1991-2008



Źródło: GPW

Szerokie zainteresowanie rynkiem giełdowym w okresie hossy sprzyja jego rozwojowi – spółki dostrzegają ten ogromny potencjał, pozyskując kapitał w dość łatwy sposób od inwestorów. Jednocześnie platformy organizujące obrót papierami wartościowymi osiągają ponadprzeciętne przychody, które mogą przeznaczyć na dalszy rozwój lub usprawnienie działających systemów. Rozwój rynku kapitałowego jest uzależniony od rozwoju gospodarki i jest to relacja obustronna. W długim terminie wzrost lub spadek cen papierów wartościowych odzwierciedla dynamikę PKB. Z kolei możliwości pozyskania funduszy przez firmy oraz upłynnienia aktywów na rynku kapitałowym mają pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (zob. rozdział 1). Dobrym miernikiem pokazującym rozwój rynku kapitałowego na tle gospodarki jest relacja kapitalizacji spółek notowanych na giełdzie do PKB danego kraju. W latach 2005-2007 w Polsce na tle wybranych krajów europejskich wskaźnik ten kształtował się następująco:

Relacja kapitalizacji giełdy do PKB wzrosła stopniowo do 47%, zbliżając się do wielkości odnotowywanej w rozwiniętych gospodarkach rynkowych

Tabela 4. Stosunek kapitalizacji głównych giełd z wybranych krajów do Produktu Krajowego Brutto

	2005	2006	2007
Wielka Brytania (kapitalizacja LSE)	144%	150%	130%
Grecja	62%	71%	79%
Niemcy	45%	53%	59%
Austria	44%	59%	59%
Włochy	47%	53%	48%
Polska	32%	41%	47%
Czechy	31%	30%	37%
Węgry	31%	35%	31%

Źródło: FESE, Eurostat

W rozwiniętych, nowoczesnych gospodarkach wartość kapitalizacji giełdy przekracza 50% PKB wytwarzanego przez dany kraj, często w stopniu znaczącym. W Wielkiej Brytanii kapitalizacja London Stock Exchange znacznie przekracza wartość PKB. Wynika to z faktu, że jest to największy i najbardziej międzynarodowy rynek w Europie, przyciągający znaczną liczbę spółek nie tylko spoza Wielkiej Brytanii, ale i spoza naszego kontynentu. W Polsce następował szybki wzrost relacji kapitalizacji giełdy do PKB – w ciągu ostatnich kilku lat odnotowano zmianę z poziomu 14% w 2001 roku do 47% w roku 2007, co jednoznacznie wskazuje na rosnące znaczenie giełdy w naszej gospodarce.

Polski rynek kapitałowy został zbudowany na solidnych fundamentach – elektroniczny i zdematerializowany obrót instrumentami finansowymi zapewnia szybką komunikację między uczestnikami rynku, a bezpieczeństwo transakcji osiągnięte jest stosunkowo niskim kosztem. W 2002 roku wprowadzono po raz pierwszy „Dobre praktyki w spółkach publicznych”. Ponadto od początku istnienia giełdy nadzór nad rynkiem kapitałowym sprawowała KPWiG (początkowo KPW), od 2006 roku jej zadania przejęła Komisja Nadzoru Finansowego (KNF).

Zmiany prawne i organizacyjne polskiego rynku kapitałowego zostały zdeterminowane w zasadzie przez dwa obszary: rozwój rynku i towarzyszącą wejściu do Unii Europejskiej konieczność przyjęcia kompleksowej infrastruktury regulacyjnej. Stopniowo wprowadzono kolejne sesje giełdowe: w 1992 roku drugą, w 1993 roku trzecią w tygodniu. W czwartym roku funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego mieliśmy już prawdziwą giełdę – z pięcioma dniami notowań w tygodniu. W tym samym roku wyodrębniono indeks WIG20, a GPW przystąpiła do Światowej Federacji Giełd (FIBV). Niestety, w ślad za rozwojem rynku przyszły i charakterystyczne dla giełd problemy. W 1994 roku pękła pierwsza bańka spekulacyjna na polskiej giełdzie, a inwestorzy byli zmuszeni czekać kilka lat na odrobienie strat.

Od momentu wejścia Polski do struktur Unii Europejskiej odbywa się integracja naszego rynku finansowego z rynkami innych państw członkowskich. Integracja ta regulowana jest m.in. Dyrektywą Prospektową, Dyrektywą MiFID czy Dyrektywą Przejrzystości i obejmuje cały zakres usług finansowych, m.in. obrót papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi, a także zasady przeprowadzania oferty publicznej. U podstaw tej integracji leży zasada „jednolitego paszportu” – służy to zapewnieniu emitentom papierów wartościowych równych możliwości dostępu do rynków kapitałowych na obszarze całej UE i ma za zadanie ochronę praw inwestorów. Ujednoczenie polskiego rynku kapitałowego z rynkami zagranicznymi bez wątpienia służy rozwojowi naszej giełdy. GPW jest dzisiaj liderem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a w ostatnich latach stała się również jednym z czołowych rynków w całej Europie pod względem liczby debiutów. Od ponad roku młode firmy mogą debiutować również na rynku alternatywnym NewConnect, który daje szansę rozwoju przede wszystkim dla małych przedsiębiorstw znajdujących się w początkowej fazie rozwoju, ale jeszcze bez kapitału.

Przez siedemnaście lat istnienia giełdy, polski rynek kapitałowy ewoluował, ale by stać się w pełni dojrzałym rynkiem, musi przejść jeszcze długą drogę. Warszawska giełda jest częścią globalnego rynku, a swobodny przepływ kapitału i otwarcie się na nowe rynki jest kluczem do osiągnięcia celu strategicznego, czyli stworzenia platformy dla gospodarki całego regionu. Obok sprawnego procesu prywatyzacji GPW, pełne wprowadzenie regulacji unijnych oraz ewolucja w zakresie obowiązków informacyjnych i przejrzystości to aktualne wyzwania, które stoją nie tylko przed instytucjami państwowymi, ale wszystkimi uczestnikami rynku kapitałowego.

Każdy z uczestników rynku kapitałowego (m.in. GPW, domy maklerskie, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, Otwarte Fundusze Emerytalne) może wpływać na zwiększenie jego przejrzystości wykorzystując właściwe dla siebie instrumenty. Działania KNF czy też Ministerstwa Finansów koncentrują się na dostosowaniu polskich przepisów do regulacji UE. Należy tu wymienić takie akty prawne jak Dyrektywa Przejrzystości, Dyrektywa MiFID, Dyrektywa w sprawie Wymogów Kapitałowych (CRD), czy Dyrektywa Prospektowa.

Od początku istnienia giełdy nadzór nad rynkiem kapitałowym sprawowała KPWiG (początkowo KPW), od 2006 roku jej zadania przejęła KNF. W 2004 roku wprowadzono po raz pierwszy kodeks dobrych praktyk w spółkach publicznych

Od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej odbywa się integracja naszego rynku finansowego z rynkami innych państw członkowskich

GPW jest dzisiaj liderem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

W konsekwencji powyższych działań wzrastają wymogi dotyczące dostępności informacji dla inwestorów – wyrażające się na przykład w informacjach dotyczących znaczących akcjonariuszy, jak również w coraz krótszych terminach przekazywania raportów okresowych do publicznej wiadomości. Zmianie ulegają również wymogi informacyjne związane z przekraczaniem poszczególnych progów w zakresie udziału w ogólnej liczbie głosów. Wprowadzane są nowe przepisy dotyczące ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych (m.in. w zakresie instytucji przymusowego odkupu akcji czy też instytucji wezwań).

Większa przejrzystość rynku kapitałowego to również standaryzacja zakresu, formy oraz sposobów i terminów publikacji prospektów emisyjnych, memorandumów informacyjnych czy też analiz inwestycyjnych i finansowych. Zmiany te przyczynią się do zwiększania wiarygodności informacji finansowych zamieszczanych w tych dokumentach przekazywanych do publicznej wiadomości akcjonariuszom i innym zainteresowanym. Znakiem rosnących wymagań wobec sprawozdawczości spółek giełdowych jest również osobista odpowiedzialność członków ich zarządów za przedstawienie w tych dokumentach prawdziwego i rzetelnego obrazu sytuacji finansowej emitentów.

Działania GPW oraz innych uczestników rynku kapitałowego zaowocowały przyjęciem od stycznia 2008 roku nowego zbioru zasad ładu korporacyjnego i zasad określających normy kształtowania relacji spółek giełdowych z ich otoczeniem rynkowym. Celem „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW” jest umacnianie przejrzystości spółek giełdowych, poprawa jakości komunikowania się spółek z różnymi grupami interesariuszy, czy wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy. Pozytywnym aspektem stosowania tego kodeksu przez spółki jest nie tylko możliwość stałego rozwoju i budowania ich wartości, ale również to, że należy go uznać za pożądane narzędzie umożliwiające akcjonariuszom właściwą ocenę sposobu zarządzania spółką.

Mówiąc o przejrzystości rynku kapitałowego musimy pamiętać również o przejrzystości warunków świadczenia usług przez szeroko rozumiane firmy inwestycyjne działające na tym rynku. Nową jakość przejrzystości rynku w odniesieniu do ww. kwestii wnosi Dyrektywa MiFID. Jej przepisy nakładają na firmy inwestycyjne obowiązek publikowania warunków zawierania transakcji z klientami poza rynkiem regulowanym (w tym obowiązek kwotowania), czy też informowania klientów firm inwestycyjnych o transakcjach zawieranych na rachunek klienta. Dyrektywa zakłada również wymóg ujawniania struktury kosztów zawieranych transakcji (np. prowizje, opłaty) oraz doprowadzenie do realizacji transakcji na najlepszych warunkach (zasada best execution). Firmy inwestycyjne będą miały obowiązek posiadania odpowiednich procedur w celu identyfikacji istotnych konfliktów interesów i zapobiegania negatywnemu wpływowi tych konfliktów na interesy klientów.

Pozostaje mieć nadzieję, że oczekiwane od prawie dwóch lat dostosowanie przepisów krajowych do przepisów MiFID wzmocni i podniesie standardy przejrzystości polskiego rynku kapitałowego.

Bardzo ważną rolę w ewolucji rynku kapitałowego pełni funkcja alokacji kapitału, którą GPW realizuje zarówno poprzez aktywność inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Założeniem przyjętym przez obie grupy inwestorów jest, między innymi, osiągnięcie wyższej stopy zwrotu w porównaniu z alternatywnymi formami alokacji kapitału, na przykład lokatami bankowymi, czy obligacjami. Rozwinięte rynki kapitałowe charakteryzuje stosunkowo wysoka długookresowa stopa zwrotu, osiągnięta na akcjach spółek na nich notowanych. Rozwój polskiej gospodarki oraz edukacja inwestorów powinny przyczynić się w najbliższym okresie do umocnienia tej formy alokacji kapitału. Niemalże znaczenie odgrywa płynność instrumentów finansowych notowanych na giełdzie, zapewniająca obu grupom inwestorów stosunkowo szybkie wyjście z inwestycji. Należy zauważyć rosnącą rolę inwestorów instytucjonalnych w rozwoju polskiego rynku kapitałowego, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych czy Otwartych Funduszy

Stopniowo wzrastają wymogi dotyczące dostępności informacji dla inwestorów i przejrzystości rynku

Kluczową rolę w ewolucji rynku kapitałowego pełni funkcja alokacji kapitału, którą GPW realizuje zarówno poprzez aktywność inwestorów instytucjonalnych jak i indywidualnych

Emerytalnych (OFE). Lokowanie pieniędzy na giełdzie przez inwestorów poprzez towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest co prawda uzależnione od koniunktury giełdowej, ale stabilizującą funkcję powinny pełnić Otwarte Fundusze Emerytalne, do których stały dopływ środków zapewnia system emerytalny w Polsce. Inwestorzy indywidualni są grupą bardziej podatną na koniunkturalne trendy i najbliższa przyszłość pokaże, na ile skutecznie i trwale udało się zachęcić Polaków do lokowania oszczędności na rynku kapitałowym.

Generalne wnioski, które można sformułować oceniając ewolucję i rozwój polskiego rynku kapitałowego, są następujące:

- polski rynek kapitałowy rozwijał się dobrze dzięki sukcesowi transformacji i rozwojowi gospodarczemu kraju, spełniając ważną rolę w zakresie pośrednictwa pomiędzy oszczędnościami i inwestycjami;
- dzięki właściwym strategicznym decyzjom z początku funkcjonowania polski rynek kapitałowy oparty został na silnych fundamentach, zapewniających przejrzystość i sprawne funkcjonowanie;
- stałe wysiłki na rzecz doskonalenia funkcjonowania rynku pozwoliły na jego dynamiczny rozwój.

3.3. Polski rynek kapitałowy jako lider w regionie

W ciągu ostatnich kilkunastu lat polska giełda zdobyła mocną pozycję nie tylko wśród rynków regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ale i w całej Europie. Niekwestionowani liderzy rynku europejskiego to Londyn (regulowany rynek London Stock Exchange – LSE) oraz NYSE Euronext – kapitalizacja każdej z tych dwóch giełd przekraczała w sierpniu 2008 roku 2 bln euro. Kolejne dwa rynki to Deutsche Börse oraz giełda hiszpańska (BME), obie o kapitalizacji przekraczającej 1 bln euro. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie znajduje się w grupie rynków o kapitalizacji spółek krajowych przekraczającej 100 mld euro, na koniec sierpnia 2008 roku sklasyfikowana była na 11 miejscu wśród europejskich rynków regulowanych.

Z kolei w regionie Europy Środkowo-Wschodniej pozycja Warszawy jest już znacznie mocniejsza. Według stanu na koniec sierpnia 2008 roku, kapitalizacja giełdy warszawskiej osiągnęła poziom zbliżony do łącznej kapitalizacji kilku mniejszych giełd w tym regionie (Praga, Budapeszt, Bukareszt, Lublana, Sofia, Bratysława). Należy wyraźnie podkreślić, że w walce o dominującą pozycję w regionie, pozyskiwanie nowych emitentów (zwłaszcza zagranicznych) oraz inwestorów, rynki te nie stanowią bezpośredniej konkurencji dla giełdy warszawskiej, a aktywność tych giełd oraz ich obecny etap rozwoju raczej nie pozwolą na stworzenie istotnej konkurencji dla polskiej giełdy. W najbliższym otoczeniu, rynkiem o podobnej obecnie wielkości, uznawanym również za głównego konkurenta GPW, jest austriacka Wiener Boerse. Obie giełdy pretendują do miana regionalnego centrum kapitałowego i obie starają się budować swoją pozycję poprzez proces konsolidacji, również z udziałem wspomnianych wyżej mniejszych giełd. Podobne działania podejmuje także giełda w Atenach, również zbliżona wartością kapitalizacji do warszawskiej. To właśnie ateńska giełda wraz z Wiener Boerse powinny być przyjmowane jako właściwy punkt odniesienia, jeśli chodzi o rolę i pozycję polskiego rynku kapitałowego. W porównaniu do tych giełd GPW charakteryzuje się wyraźnie mniejszym poziomem obrotów, ale za to zdecydowanie większą liczbą notowanych spółek, a także większą dynamiką wzrostu kapitalizacji. Jako jedyna z tej grupy uruchomiła również (w sierpniu 2007 roku) alternatywny system obrotu (New-Connect), dołączając do grona giełd prowadzących zarówno rynki regulowane przepisami UE, jak i tzw. rynki nieregulowane (na których zasady określa sama giełda).

Na koniec sierpnia 2008 roku GPW sklasyfikowana była na 11 miejscu wśród europejskich rynków regulowanych pod względem kapitalizacji

Za głównego konkurenta GPW uznawana jest austriacka Wiener Boerse. Obie giełdy pretendują do miana regionalnego centrum kapitałowego

Tabela 5. Wybrane dane dotyczące giełd Europy Środkowo-Wschodniej

Giełda	Kapitalizacja na 31.08.2008 (mln euro)	Liczba notowanych spółek 31.08.2008	Obroty od 1.01.2008 do 31.08.2008 (mln euro)
Wiedeń	115 871,5	121	53 280,4
Ateny	115 630,2	281	58 446,4
Warszawa	115 250,7	366	33 256,2
Praga	47 145,9	33	22 676,1
Budapeszt	26 076,9	42	14 034,7
Bukareszt	15 134,6	62	830,3
Lublana	13 613,6	85	1 134,9
Sofia	10 445,0	395	925,7
Bratysława	4 869,4	198	10,7

Źródło: FESE, GPW

Poza kapitalizacją i wolumenem obrotów, bardzo ważną informacją obrazującą wielkość danego rynku oraz dynamikę jego rozwoju i pozycję wśród innych giełd, jest liczba nowych spółek, których akcje pojawiają się w obrocie publicznym, a także wartość przeprowadzanych IPO (*Initial Public Offering* – pierwsza oferta publiczna). Pod tym względem warszawska giełda, zwłaszcza w ostatnich latach, plasowała się w ścisłej europejskiej czołówce.

Tabela 6. GPW w Warszawie na tle głównych rynków europejskich – liczba i wartość ofert (w mln euro) na głównych rynkach w Europie w latach 2003-2007

	2003		2004		2005		2006		2007	
	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość
Londyn	94	4 163	305	8 309	354	18 588	426	42 182	324	39 087
Euronext	29	145	48	8 486	64	16 319	164	21 287	127	8 032
Deutsche Börse	1	0	10	1 818	23	3 542	89	6 997	62	6 984
Warszawa	5	71	36	2 988	35	1 740	38	1 045	104	2 021

Źródło: PricewaterhouseCoopers, Ankieta IPO Watch Europe

W 2007 roku giełda w Warszawie była siódmym rynkiem w Europie pod względem wartości IPO przeprowadzonych zarówno na rynku regulowanym, jak i w ramach rynku alternatywnego. Natomiast jeśli chodzi o liczbę debiutów, Warszawa uplasowała się na trzecim miejscu, ustępując pola tylko LSE oraz NYSE Euronext, a wyprzedzając takie giełdy jak Deutsche Börse, OMX czy Borsa Italiana. Pierwsze półrocze 2008 roku, mimo gorszej sytuacji na światowych rynkach, przyniosło dalsze umocnienie pozycji polskiej giełdy wśród rynków europejskich – w ciągu dwóch kwartałów w Warszawie odnotowano aż 37 debiutów, a łączna wartość ofert przekroczyła 1.890 mln euro, co dało drugie, po Londynie, miejsce w Europie. Nawet jeśli w kolejnych kwartałach sytuacja na GPW nie będzie tak korzystna, należy stwierdzić, że warszawska giełda to dziś jeden z ważniejszych europejskich rynków oraz zdecydowany lider w regionie jeśli chodzi o liczbę i wartość przeprowadzanych na nim pierwszych ofert publicznych. Podobne co do wielkości giełdy w Wiedniu i Atenach pozostają daleko w tyle pod względem aktywności w zakresie IPO w ostatnich latach.

Między giełdą warszawską a wiedeńską czy ateńską istnieje jeszcze jedna istotna różnica – dotyczy ona powstania, a następnie rozwoju rynku. Jeśli chodzi o początki rynków kapitałowych, to Polskę należałoby porównać raczej do rynku czeskiego, słowackiego lub węgierskiego, które w latach dziewięćdziesiątych były mniej więcej w podobnej sytuacji – większość rozwiązań tworzono od początku (często w oparciu o doświadczenia polskie). W państwach Europy Środkowo-Wschodniej od początku szybko następował też rozwój sektora bankowego, na którym opierał się rynek finansowy. W Polsce udało się rozwinąć rynek giełdowy, który rozmiarami i rolą w gospodarce znacznie przewyższa giełdy w innych państwach byłego obozu socjalistycznego.

Na GPW notowane są największe i najbardziej wartościowe spółki, jest tam najwięcej debiutów, realizowane są również najwyższe obroty. Polski rynek przyciągnął również największą liczbę spółek zagranicznych (na koniec sierpnia 2008 roku notowano 25 spółek o łącznej kapitalizacji 338 mld zł).

W efekcie, o ile początki i pierwsze lata rozwoju rynku w Warszawie lepiej i łatwiej porównać do giełd w Pradze czy Budapeszcie, to po kilkunastu latach giełdę w Warszawie należy zaliczyć do rozwiniętych rynków takich jak Ateny czy Wiedeń, które na swoje pozycje pracowały o wiele dłużej. Z pewnością istotne znaczenie dla takiego stanu rzeczy miał rozmiar polskiej gospodarki, jej rozwój w latach dziewięćdziesiątych, napływ inwestycji zagranicznych, a także rozwój przedsiębiorczości. Jednak równie ważne były właściwe rozwiązania instytucjonalne i regulacyjne przyjmowane już od początku funkcjonowania rynku. Należały do nich zarówno dematerializacja, obrót elektroniczny (wdrożone też w Czechach i na Węgrzech), jak i przymus rynku regulowanego czy ochrona inwestorów, które jeszcze 17 lat temu nie były czymś oczywistym. Obecnie, w dobie budowania jednolitego europejskiego rynku kapitałowego, w całej Unii Europejskiej obowiązują z grubsza te same zasady, a dalsze rozwiązania unifikujące rynek (jak np. Dyrektywa o Przejrzystości) są w trakcie wdrażania. Niemniej jednak odpowiednio wcześniej wdrożone w poszczególnych krajach rozwiązania określające jasno reguły obrotu wpłynęły na szybszy rozwój i w konsekwencji mocniejszą pozycję niektórych rynków, w tym giełdy warszawskiej.

Biorąc pod uwagę nie tylko kapitalizację i wartość obrotu, ale również umiejętność przyciągania nowych spółek i inwestorów, rozwój nowych usług i działania w kierunku umiędzynarodowienia rynku, Polska wyrasta na lidera w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Warszawa, jeszcze do niedawna znajdująca się w cieniu Wiednia i Aten, obecnie wyraźnie dogania swoich największych konkurentów. Niektórzy praktycy rynkowi już zresztą okrzyknęli GPW regionalnym liderem. Jeżeli przyjąć, że „region” obejmuje również Austrię, takie stwierdzenie jest dość odważne, ale ma swoje podstawy. Z drugiej strony, nawet zakładając słuszność tej optymistycznej opinii należy pamiętać, że bardzo trudno będzie tę pozycję utrzymać. Polska giełda jest w dalszym ciągu rynkiem stosunkowo młodym, rozwijającym się i, mimo stabilnej pozycji, bardziej podatnym na efekty różnych zawirowań i nieprzewidywanych zdarzeń niż Wiener Boerse. W dużej mierze o pozycji poszczególnych rynków zadecydują procesy konsolidacyjne, które w zasadzie w naszym regionie dopiero się zaczynają. W tym kontekście dla zachowania żółtej koszulki lidera warszawska giełda musi podjąć szereg kroków, które ułatwią jej szybkie reagowanie na zmiany w międzynarodowym otoczeniu. Jednym z zadań czekających warszawski parkiet jest jego prywatyzacja. Bez tego trudno będzie podejmować zdecydowane kroki w kierunku konsolidacji mniejszych giełd w regionie i budowania regionalnego centrum rynków kapitałowych w Polsce.

Biorąc pod uwagę kapitalizację, wartość obrotu, umiejętność przyciągania nowych spółek i inwestorów, rozwój nowych usług i działania w kierunku umiędzynarodowienia rynku, GPW wyrasta na lidera w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

4. Perspektywy dalszego rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki Polski

4.1. Perspektywy rozwoju gospodarczego Polski w nadchodzących latach

Ostatnie 4 lata należy uznać za bardzo udane dla polskiej gospodarki. Od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej polski PKB wzrósł o blisko jedną czwartą (przeciętne roczne tempo wzrostu wyniosło ponad 5%), poziom spożycia o 18% (przeciętnie o 4.1%), poziom inwestycji o blisko 60% (przeciętnie o 12%), a wielkość eksportu o 55% (przeciętnie o ponad 11%). Wzrostowi PKB towarzyszył wzrost zatrudnienia i duży spadek bezrobocia. Dzięki unijnym funduszom po raz pierwszy od ćwierć wieku ruszyły do przodu prace w zakresie infrastruktury. Wszystko to działo się w warunkach niskiej, choć w ostatnich miesiącach rosnącej inflacji (przeciętnie ceny rosły o 2,4% rocznie, obecnie inflacja sięga 4,8%).

Możliwe do osiągnięcia w dłuższym okresie tempo wzrostu PKB będzie zależać od prowadzonej polityki gospodarczej. Wiele problemów wymaga nadal rozwiązania – m.in. niezbędne są głębokie reformy finansów publicznych, poprawa warunków prowadzenia działalności gospodarczej, opracowanie i realizacja programu wprowadzenia euro, działania na rzecz rozwoju kapitału ludzkiego i innowacyjności gospodarki. Jak się wydaje, przy właściwej polityce możliwe jest osiągnięcie w dłuższym okresie dynamiki rozwoju rządu co najmniej 5% rocznie.

Jednym z warunków utrzymania wysokiej dynamiki rozwoju jest intensywne inwestowanie i mobilizacja krajowych oszczędności. Polska gospodarka potrzebuje wiele kapitału do rozwoju, a nadmierne uzależnienie od importu kapitału (inwestycji zagranicznych) może tworzyć problem z utrzymaniem równowagi gospodarczej. Jednym z głównych zadań dla polityki gospodarczej jest więc promocja oszczędności krajowych. Wzrost skłonności do oszczędzania wymaga m.in. rozwoju skutecznych i atrakcyjnych mechanizmów alokowania oszczędności – m.in. poprzez rynek kapitałowy.

4.2. Perspektywy rozwoju rynku kapitałowego

Siedemnaście lat istnienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie było okresem bardzo dynamicznego rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Należy jednak pamiętać, iż rozwój giełdy jest odzwierciedleniem zmian zachodzących w gospodarce. Szybki i jednocześnie stosunkowo stabilny rozwój gospodarczy Polski w ostatnich latach miał decydujące znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego. Analizując perspektywy dalszego funkcjonowania naszej giełdy, należy zwrócić uwagę przede wszystkim na to, które czynniki mogłyby w kolejnych latach wspierać jej ciągły rozwój.

Stabilny wzrost polskiej gospodarki owocuje obecnością na rynku coraz większej liczby rozwiniętych przedsiębiorstw, pilnie poszukujących możliwości dalszego rozwoju, co przejawia się między innymi rosnącym zapotrzebowaniem na kapitał. Kilka lat dobrej koniunktury gospodarczej poprawiło sytuację finansową wielu polskich przedsiębiorstw, które zaczęły myśleć nie tylko o codziennych problemach, ale również o inwestycjach i sposobach ich finansowania. Na takie działania pobudzający wpływ ma również integracja europejska, w tym zwłaszcza nieskrępowane możliwości ekspansji w oparciu o dostęp do wysoko konkurencyjnego rynku całej Unii Europejskiej – obecnie największego rynku na świecie.

Także Polacy coraz częściej zaczynają poszukiwać różnorodnych możliwości inwestycyjnych. W najbliższych latach wzrost gospodarczy w Polsce nie będzie zapewne tak szybki jak w latach 2005-2007. Mimo to Polska będzie rozwijać się raczej szybciej niż kraje „starej UE”, zapewniając wyższe stopy zwrotu na zainwestowanym kapitale. Dzięki temu istnieje duża szansa na wzrost oszczędności Polaków, z których część, bezpośrednio bądź za pośrednictwem funduszy

Ostatnie 4 lata należy uznać za bardzo udane dla polskiej gospodarki. Od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej polski PKB wzrósł o blisko jedną czwartą

Możliwe do osiągnięcia w dłuższym okresie tempo wzrostu PKB będzie zależać od prowadzonej polityki gospodarczej. Jednym z warunków utrzymania wysokiej dynamiki rozwoju jest intensywne inwestowanie i mobilizacja krajowych oszczędności

Siedemnaście lat istnienia GPW było okresem bardzo dynamicznego rozwoju polskiego rynku kapitałowego

Polskie przedsiębiorstwa poszukują kapitału...

... a coraz zamożniejsi Polacy poszukują różnorodnych możliwości inwestycyjnych

inwestycyjnych, może trafić na warszawski parkiet. Dla tych, którzy akceptują wyższe ryzyko i poszukują ponadprzeciętnych stóp zwrotu, warszawska giełda i inwestujące na niej fundusze inwestycyjne mogą być propozycją i w najbliższych latach mają dużą szansę w dalszym ciągu cieszyć się zainteresowaniem inwestorów.

Warto także zauważyć, że ostatni rok przyniósł spółkom nowe możliwości w zakresie pozyskania kapitału. Powstanie alternatywnego rynku NewConnect umożliwiło dostęp do rynku kapitałowego bardzo wielu nowym podmiotom – spółkom do tej pory zbyt małym lub młodym by zadebiutować na rynku głównym. Równoległe do powstania i rozwoju rynku NewConnect, obserwowaliśmy także rosnące zainteresowanie debiutem na GPW ze strony większych spółek. W ostatnich miesiącach obserwuje się jednak pogorszenie koniunktury na giełdzie, wywołane przede wszystkim sytuacją na rynkach światowych.

Warszawska giełda stała się atrakcyjna nie tylko dla firm krajowych, ale i zagranicznych. W efekcie tego w ostatnich latach zaczęła przyciągać coraz większe grono zagranicznych debiutantów. Bez wątpienia sprzyjają oni rozwojowi polskiego rynku kapitałowego, szczególnie biorąc pod uwagę długoterminowy cel, jaki stawia przed sobą GPW, jakim jest utworzenie w Warszawie regionalnego centrum finansowego. Duże znaczenie dla rozwoju rynku ma także rosnący udział inwestorów instytucjonalnych. Wśród nich należy zwrócić uwagę na Otwarte Fundusze Emerytalne, które bardzo regularnie dostarczają kapitał na warszawski parkiet. Inwestorzy instytucjonalni mają szczególne znaczenie w zwiększaniu zdolności rynku do obejmowania dużych emisji akcji upublicznianych spółek. Jest to istotne także ze względu na zapowiadane przez rząd zwiększenie tempa prywatyzacji. Pojawienie się na parkiecie dużych przedsiębiorstw państwowych jest dużą szansą na przyciągnięcie zagranicznych inwestorów, którzy w związku z trwającą dekonunkturą ograniczyli aktywność na rynkach wschodzących, za jaki jest jeszcze uważany warszawski parkiet.

Rosnąca atrakcyjność i coraz silniejsza pozycja warszawskiej giełdy daje realne podstawy do optymistycznych stwierdzeń dotyczących przyszłości. Należy jednak zauważyć, że o dalszym rozwoju giełdy zadecydują nie tylko wykorzystanie pomyślnych dla niej czynników, ale i odpowiednie reagowanie na liczne czekające wyzwania. Na dalsze funkcjonowanie giełdy będą miały też duży wpływ wydarzenia i decyzje natury ekonomicznej oraz politycznej, również takie, na które właściciel giełdy będzie miał bardzo ograniczony wpływ.

Wśród czynników, które mogą w znaczącym stopniu wpłynąć na dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego, wymienić należy w szczególności wprowadzenie euro. Choć ścieżka dojścia do euro wciąż nie jest jasna, ostatnie deklaracje rządu o wprowadzeniu euro w roku 2011 pozwalają przyjąć, że może być ona stosunkowo szybka. Wprowadzenie euro oznaczałoby ostateczne wejście Polski na jednolity rynek finansowy i kapitałowy Unii Europejskiej, a tym samym zwiększoną dostępność kapitału i przyspieszone tempo wzrostu gospodarczego. Wprowadzenie euro powinno sprzyjać rynkowi kapitałowemu zarówno dzięki pozytywnemu wpływowi na jego tempo rozwoju oraz perspektywy polskich firm, jak i dzięki obniżeniu atrakcyjności lokowania oszczędności w instrumenty o stałym dochodzie.

4.3. Wyzwania stojące przed polskim rynkiem kapitałowym

Silna pozycja w regionie oraz korzystne warunki dla dalszego rozwoju sprawiają, że rynek kapitałowy w Polsce ma szansę stać się regionalnym centrum kapitałowym i wzmocnić swoją rolę w Europie. Należy jednak podkreślić, że mimo dobrych uwarunkowań, dalszy rozwój związany jest z licznymi wyzwaniami, jakim nasz rynek będzie musiał sprostać, zarówno w najbliższej przyszłości, jak i w dalszej perspektywie. Jednym z najważniejszych będzie z pewnością realizacja strategii rozwoju warszawskiej giełdy i znalezienie jej od-

Ostatni rok przyniósł utworzenie alternatywnego rynku NewConnect

GPW stała się atrakcyjna nie tylko dla firm krajowych, ale i zagranicznych

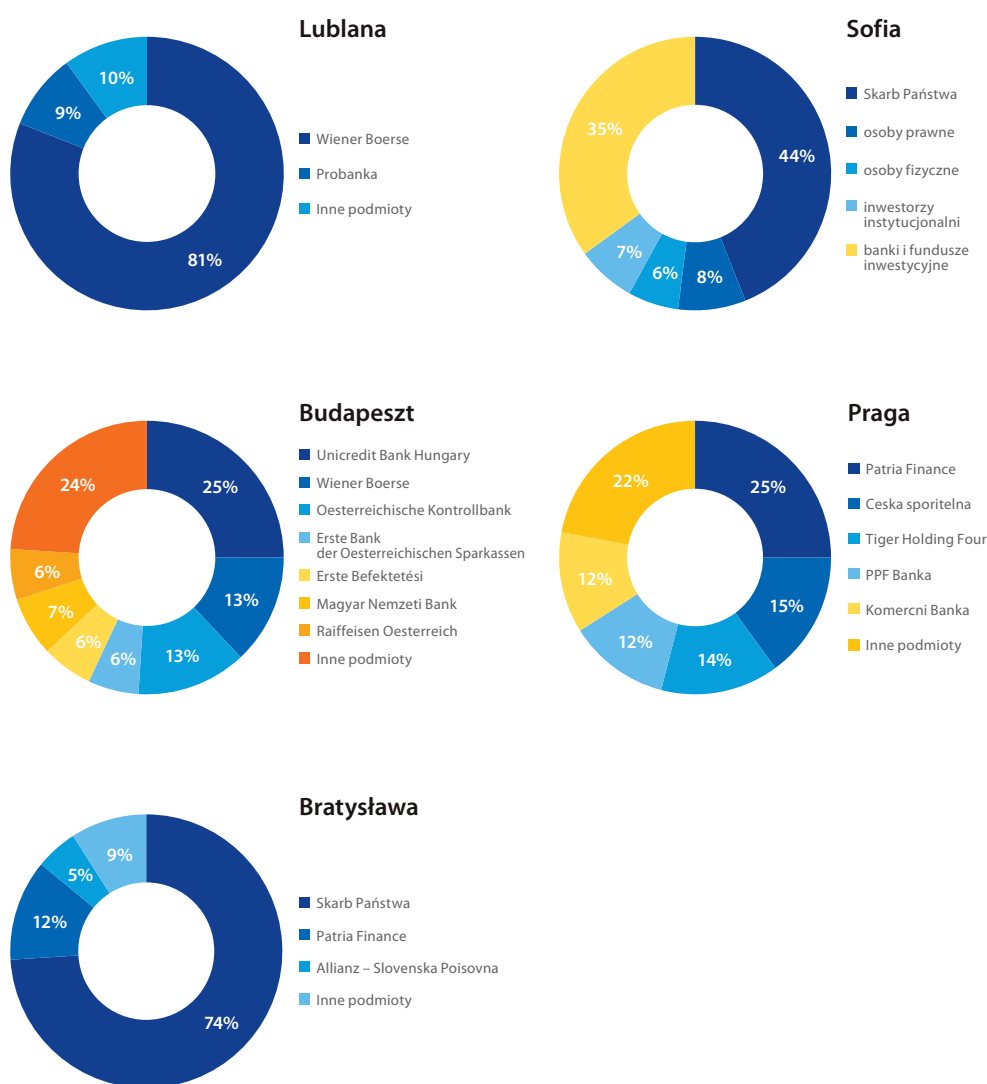
Na dalsze funkcjonowanie giełdy będą miały duży wpływ wydarzenia i decyzje natury ekonomicznej oraz politycznej

W szczególności, rozwojowi rynku kapitałowego powinno służyć wprowadzenie euro

Rynek kapitałowy w Polsce ma szansę stać się regionalnym centrum kapitałowym i wzmocnić swoją rolę w Europie

powiedniego miejsca, zwłaszcza w kontekście procesów integracyjnych zachodzących w Europie. Konsolidacja rynków kapitałowych nasila się już od kilku lat, w znacznej mierze została zainicjowana przez działania giełd amerykańskich (NYSE i NASDAQ) i ich dążenie do utworzenia giełdy globalnej, obejmującej zasięgiem kraje Ameryki, Azji i Europy, która umożliwiłaby dokonywanie transakcji przez 24 godziny na dobę. Próba utworzenia paneuropejskiej giełdy (fuzja LSE i Deutsche Börse) nie powiodła się, co nie przeszkodziło jednak w powstaniu różnych mniejszych sojuszy i grup z udziałem giełd amerykańskich – NYSE przejęło Euronext (skądinąd również międzynarodowy rynek), a NASDAQ – sojusz giełd skandynawskich OMX. W ten sposób podziały na rynkach Europy Zachodniej zostały w dużej mierze dokonane, natomiast obszarem w znacznym stopniu „niepodzielonym” pozostają rynki Europy Środkowo-Wschodniej (patrz zestawienie akcjonariatu wybranych giełd poniżej). Giełdy z tego regionu mogą być w najbliższych latach przedmiotem przejęć przez większych graczy.

Wykres 7. Akcjonariusze wybranych giełd w Europie Środkowo-Wschodniej



Wśród głównych graczy wymienić należy tu Warszawę, Ateny oraz bardzo aktywny w ostatnim czasie Wiedeń (przejęcie kontroli nad giełdą w Lublanie oraz nabycie znacznych udziałów giełdy w Budapeszcie). Wielu ekspertów twierdzi, że przed procesami konsolidacyjnymi nie ma ucieczki. Wprawdzie ani Warszawa, ani Wiedeń nie mają szans zbudowania paneuropejskiej giełdy, a prawdziwe korzyści z ewentualnych przejęć (jak np. wspólna platforma obrotu) to raczej kwestia przyszłości. Jednak z drugiej strony ostatnie lata pokazują, że bez tworzenia regionalnych sojuszy mniejszym rynkom grozi marginalizacja i odpływ emitentów oraz kapitału. Zdaniem zarządu GPW zagraniczna ekspansja naszej giełdy to dobry kierunek, wymagający jednak wielu kreatywnych działań. Niektóre transakcje (jak np. przejęcie giełdy w Budapeszcie przez giełdę wiedeńską) zostały już bowiem dokonane, w innych z kolei przypadkach nie zawsze jest możliwość bezpośredniego zakupu udziałów (choćby ze względu na brak woli ewentualnych sprzedających). Z tego punktu widzenia ciekawym przedsięwzięciem jest zakup przez GPW udziałów w małych giełdach, takich jak rumuński Sibex czy ukraiński Innex. Rynki te mają potencjał rozwoju, nie są to jednak flagowe giełdy w swoich krajach i na razie trudno ocenić powodzenie tych inwestycji.

Nieco innym kierunkiem rozwoju polskiego rynku mógłby być alians ze stabilnym partnerem strategicznym. Jeszcze kilka lat temu rozważane było takie rozwiązanie z udziałem skandynawskiego sojuszu OMX, który obecnie również może stanowić poważną konkurencję dla naszego rynku. Nawet wybierając scenariusz związany z aliansem (ciekawo, ale dość trudny do realizacji m.in. ze względów politycznych), warto wcześniej postarać się o wypracowanie jak najlepszej pozycji wyjściowej do ewentualnych negocjacji. Przede wszystkim zaś należy określić, jakie jest i jakie powinno być miejsce Warszawy na rynku regionalnym oraz szerszym rynku europejskim.

Dotychczasowa strategia rozwoju GPW zakłada dążenie do osiągnięcia pozycji regionalnego centrum kapitałowego. Oznacza to, że giełda będzie musiała włączyć się w transakcje przejęć innych, mniejszych rynków w naszym regionie. Koniecznym etapem na tak określonej drodze rozwoju jest prywatyzacja, bez której giełda nie będzie ani atrakcyjnym, ani elastycznym partnerem w transakcjach fuzji i przejęć. Wszelkie opóźnienia związane z prywatyzacją naszej giełdy działają również na korzyść potencjalnych konkurentów (czyli obecnie głównie na korzyść giełdy w Wiedniu).

Niezależnie od działań, jakie podejmą instytucje odpowiedzialne za rozwój naszego rynku kapitałowego, należy pamiętać, że dużo decyzji determinujących ten rozwój zapada nie u nas, ale na globalnym rynku, którego Polska jest częścią i od którego w praktyce nie jest w stanie się odizolować, zwłaszcza w czasie niekorzystnego kształtowania się rynkowych trendów. Wydarzenia ostatniego roku dobitnie pokazały, jak rozlewająca się ze Stanów Zjednoczonych fala dekonunktury dotknęła wszystkie ważniejsze (a za nimi lokalne) rynki kapitałowe, również te o mocnych, stabilnych podstawach – jak chociażby rynek polski. Z drugiej strony interesujący jest fakt utrzymania się na giełdzie w Warszawie wysokiej aktywności w zakresie IPO – większość znaczących rynków w Europie w pierwszych dwóch kwartałach 2008 roku wyraźnie odczuła oznaki dekonunktury, tymczasem na warszawskim parkiecie liczba debiutów utrzymywała się na wysokim poziomie. Zarówno na regulowanym rynku głównym, jak i na NewConnect debiutowało tyle spółek, że po pierwszym półroczu okazało się, że Warszawa zajęła drugą, po Londynie, pozycję w Europie na rynku IPO. Niestety, gorsze czasy nadeszły i dla polskiego parkietu i raczej wątpliwe jest powtórzenie tego sukcesu w drugim półroczu 2008 roku. Taka sytuacja potwierdza tezę, że w globalnym świecie rynki kapitałowe działają jak naczynia połączone. Polska nie ma raczej szans na stworzenie konkurencyjnej wobec obecnych liderów globalnej giełdy, ale może na tyle rozwijać swoją pozycję regionalnego centrum, że ewentualne efekty światowych zawirowań będą mniej odczuwalne. Łagodzące działanie w stosunku do efektów dekonunktury na rynkach mają również solidne podstawy gospodarki, w której rynek kapitałowy funkcjonuje – co stanowi poważne wyzwanie dla wszystkich podmiotów i instytucji mających wpływ na polską gospodarkę i jej rozwój.

Bez tworzenia regionalnych sojuszy mniejszym rynkom może grozić marginalizacja i odpływ emitentów oraz kapitału

Innym kierunkiem rozwoju polskiego rynku mógłby być alians ze stabilnym partnerem strategicznym

Wiele decyzji determinujących rozwój GPW zapada nie u nas, ale na globalnym rynku

Stabilny rynek i silna giełda, przyciągająca nowych emitentów i inwestorów, redukuje ryzyko niskiej płynności oraz związane z nim ryzyko pojawiania się baniek spekulacyjnych. Obecnie takie ryzyko jest w przypadku polskiej giełdy znacznie mniejsze niż dawniej i bardziej niż rynku głównego dotyczy alternatywnego systemu obrotu NewConnect. Emitentami na tym rynku są małe podmioty, często o krótkiej historii, a ich kapitalizacja jest stosunkowo niewielka, co wpływa również na niski poziom obrotów i na możliwość sterowania kursami akcji przy niedużych transakcjach. Jednak wraz z rozwojem tego rynku i stopniowym dopływem kapitału ryzyko nagłych skoków wartości akcji powinno maleć. W ramach idei jednolitego rynku europejskiego istotne znaczenie ma i będzie miało ujednoclenie przepisów. Na tym polu w najbliższym okresie Polsce pozostało wprowadzenie do końca rozwiązań regulacyjnych wspólnych dla wszystkich krajów UE (w tym choćby np. wprowadzenie Dyrektywy o Przejrzystości czy Dyrektywy MiFID).

Wreszcie kolejnym i z pewnością nie ostatnim wyzwaniem stojącym przed polskim rynkiem kapitałowym jest edukacja w zakresie inwestowania na giełdzie oraz regulacji dotyczących rynków kapitałowych. W dobie powszechnego dostępu do Internetu coraz więcej osób decyduje się na bezpośrednie inwestowanie pieniędzy na rynku kapitałowym, często niestety bez podstawowej choćby wiedzy na temat zasad czy filozofii inwestowania. Zamiast racjonalnie działających inwestorów, polski rynek ma wielu graczy, traktujących giełdę jako swego rodzaju hazard. Taki stan rzeczy to dość szybki sposób na to, żeby zniechęcić obywateli do rynku kapitałowego jako miejsca lokowania oszczędności. Tymczasem rozwiązania regulacyjne i organizacyjne wdrożone w całej UE pod wieloma względami zaprojektowane były pod kątem ochrony inwestorów, również indywidualnych. Rynek dostarcza dziś wielu informacji i narzędzi, których wykorzystanie pozwala podjąć racjonalną decyzję inwestycyjną. Trzeba teraz nauczyć inwestorów, obecnych i potencjalnych, jak tych informacji i narzędzi używać, a na realizacji tego zadania powinno zależeć nie tylko instytucjom państwowym, organom regulacyjnym, ale i wszystkim innym uczestnikom rynku.

4.4. Scenariusze dalszego rozwoju warszawskiej giełdy

Przy uwzględnieniu zakreślonych powyżej wyzwań, ale także pozycji GPW oraz potencjalnej konkurencji, można zarysować trzy główne scenariusze dalszego rozwoju warszawskiej giełdy. Pierwszy zakłada, że GPW pozostaje spółką Skarbu Państwa. W kontekście dalszego rozwoju taka droga oznacza przede wszystkim, że giełda będzie miała problem z akwizycją innych podmiotów w Europie Środkowo-Wschodniej. W odniesieniu do procesów prywatyzacyjnych przyjęło się, również w Polsce, swego rodzaju założenie, zgodnie z którym nie sprzedaje się spółek prywatyzowanych podmiotom, które są kontrolowane przez instytucje innych państw. W Polsce również powszechna była krytyka prywatyzacji przeprowadzonych przy wykorzystaniu spółek kontrolowanych przez inne państwa (np. prywatyzacja Telekomunikacji Polskiej z udziałem France Telecom). Inne kraje naszego regionu podobnie podchodzą do procesu prywatyzacji, stąd należy spodziewać się, że nie będą chciały sprzedawać akcji swoich giełd państwowej GPW. Przy zachowaniu większościowego udziału Skarbu Państwa trudno będzie warszawskiej giełdzie nabywać inne rynki. Praktyka pokazuje bowiem, iż cena jaką trzeba zapłacić za akcje spółki przejmowanej musi być znacznie wyższa w relacji do dotychczasowej wyceny. Cena ta musi uwzględniać wysoką premię, ponieważ przejmując instytucję, jaką jest giełda – nabywa się unikatową, niepowtarzalną jednostkę biznesową. Większość firm i instytucji państwowych nie jest natomiast przygotowana na ponoszenie tego typu kosztów. Kłopoty związane z akwizycją innych giełd będą z kolei oznaczać, że GPW pozostanie rozwój organiczny polegający na zwiększaniu liczby podmiotów, których akcje będą w obrocie giełdowym oraz zwiększaniu liczby inwestorów na rynku. Taki scenariusz może również obejmować pewne sojusze, współpracę z innymi giełdami, przyciąganie innych spółek z zagranicy. Niemniej, warszawskiej giełdzie trudno będzie poszerzyć swój krąg

Stabilny rynek i silna giełda, przyciągająca nowych emitentów i inwestorów redukuje ryzyko niskiej płynności oraz związane z nim ryzyko pojawiania się baniek spekulacyjnych. Obecnie takie ryzyko jest w przypadku GPW niewielkie

Wyzwaniem stojącym przed polskim rynkiem kapitałowym jest edukacja w zakresie inwestowania na giełdzie

Scenariusz 1: GPW pozostaje spółką Skarbu Państwa. W takiej sytuacji trudno jej będzie poszerzyć swój krąg oddziaływania

oddziaływania – zarówno ilościowo, jak i jakościowo. Rozwój ilościowy oznacza tu nabywanie innych giełd, niekoniecznie dużych, ale perspektywicznych i dających dostęp do pewnego rynku oraz możliwość ekspansji (przykładem może być tu zakup giełdy w Lublanie przez giełdę wiedeńską). Natomiast kupując giełdy większe (np. w Pradze, Sofii, czy w Bukareszcie), można już powiedzieć o nabywaniu jakości i ilości, którą określa większa liczba spółek, większa ilość pieniędzy w obrocie.

Drugi scenariusz rozwoju GPW to prywatyzacja przez giełdę, w ramach której Skarb Państwa przestaje być akcjonariuszem większościowym, a w strukturze właścicielskiej spółki giełdowej pojawiają się inwestorzy finansowi i branżowi. Takie rozwiązanie stwarza możliwość nabywania, przejmowania innych giełd. GPW tym samym miałyby odpowiednią pozycję do tego, aby być bardziej aktywnym graczem w Europie.

Wreszcie, trzeci scenariusz zakłada pojawienie się dużego inwestora strategicznego, branżowego, reprezentującego dużą giełdę światową, który mógłby objąć pakiet akcji GPW. Takie rozwiązanie również mogłoby przysłużyć się rozwojowi naszej giełdy, pod warunkiem spełnienia przynajmniej trzech kluczowych warunków. Pierwszym jest pozostawienie giełdzie warszawskiej autonomii działania w Europie Środkowo-Wschodniej. W takim sojuszu GPW ma silną pozycję, zachowuje własną markę, a jednocześnie będąc częścią większej struktury korzysta z marki partnera. Drugi warunek polega na tym, że strategiczny partner będzie wspierał stworzenie w Warszawie dużego ośrodka obrotu papierami wartościowymi w Europie Środkowo-Wschodniej. Natomiast trzeci warunek obejmuje „wyposażenie” GPW w kapitał potrzebny do nabywania innych giełd.

Oczywiście, poza trzema powyższymi scenariuszami możliwy jest szereg innych rozwiązań, mniej lub bardziej korzystnych dla giełdy. Najgorszym scenariuszem dla Warszawy byłoby pojawienie się w strukturach europejskich giełdy wspieranej przez silnego partnera, która przejmie rolę lidera w Europie Środkowo-Wschodniej. Mało realne jest natomiast utworzenie w Polsce innej, konkurencyjnej dla GPW giełdy, choć prawo formalnie nie zabrania takiego rozwiązania.

Giełda obrazuje stan gospodarki kraju, a także możliwości inwestycyjne, ale również ma wpływ na sytuację materialną obywateli. Najprostszym tego przykładem są przyszłe emerytury, na które „pracują” Otwarte Fundusze Emerytalne, inwestując właśnie na giełdzie. Przynajmniej do 2025 roku aktywa OFE będą rosły, potrzebny jest więc dla nich duży, płynny rynek. Polskim problemem jest natomiast brak dużych, płynnych spółek na giełdzie, co jest kolejnym argumentem za dalszą prywatyzacją spółek Skarbu Państwa. Nade wszystko zaś rynkowi kapitałowemu i giełdzie potrzebne są szybkie i pewne decyzje związane z dalszym rozwojem. Ich brak i utrzymywanie status quo cofa nas w stosunku do innych giełd.

Scenariusz 2: Prywatyzacja przez giełdę. GPW miałyby odpowiednią pozycję do tego, aby być bardziej aktywnym graczem w Europie

Scenariusz 3: Pojawienie się dużego inwestora strategicznego. Mogłoby przysłużyć się rozwojowi giełdy, pod warunkiem spełnienia kilku warunków

Bibliografia*

- Aghion, P., Howitt, and D. Mayer-Foulkes (2004), "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10358
- Allen, F. and D. Gale (1999), "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies", Journal of Financial Intermediation, 8: p. 68-89
- Aslund A. (2001), Building Capitalism. The Transformation of the Former Soviet Bloc, Cambridge University Press, Cambridge
- Aydin B. (2008), Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries, IMF Working Paper, WP/08/215, International Monetary Fund, Washington D. C., October
- Bagehot, W. (1873), Lombard Street, Homewood, IL: Richard D. Irwin, (1962 Edition)
- Balcerowicz L. (1997), Socjalizm Kapitalizm Transformacja. Szkice z przełomu epok, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
- Balcerowicz L. (2008), Systemy finansowe: zróżnicowanie, konwergencja, wpływ na rozwój, Warszawa, mimeo
- Bank Światowy (2007), "Doing Business 2008", The World Bank, Washington, D.C.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, and R. Levine (2004), "Finance, Firm Size, and Growth" National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10983
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine (2003a), "Bank Supervision and Corporate Finance", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 9620
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine (2003b), "Bank Concentration and Crises", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 9921
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine (2004), "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10979
- Beck, T., R. Levine and N. Loayza (2000), "Finance and the Sources of Growth", Journal of Financial Economics, 58: p. 261-300
- Bekaert, G., C. R. Harvey and C. Lundblad (2001), "Emerging Equity Markets and Economic Development", Journal of Development Economics, 66: p. 465-504
- Bekaert, G., C. R. Harvey and C. Lundblad (2005), "Does Financial Liberalization Spur Growth?", Journal of Financial Economics, vol. 77(1), p. 3-55, July
- Bencivenga, V. R., B. D. Smith and R. M. Starr (1995), "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth", Journal of Economic Theory, 67: p. 53-177
- Bertrand, M., A.S. Schoar, and D. Thesmar (2004), "Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 4488
- Bottazzi L., Giavazzi F., „The euro and the European financial industry" IGIER, Università Bocconi, January 2004
- Boyd, J. H. and B. D. Smith (1998), "The evolution of debt and equity markets in economic development", Economic Theory, 12: p. 519-560

* dotyczy głównie rozdziału 1

- Boyd, J. H. and E. C. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economics Theory*, 38: p. 211-232
- Boyd, J. H., and B. D. Smith (1992), "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 30: p. 409-432
- Caporale, G. M., P. G. A. Howells, and A. M. Soliman (2004), "Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage", *Journal of Economic Development* 33 Vol. 29, Number 1, June 2004
- Caprio Jr., G., L. Laeven, and R. Levine (2003), "Governance and Bank Valuation", National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 10158
- Cetorelli, N. and M. Gambera (2001), "Banking Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data", *Journal of Finance*, 56: p. 617-648
- Christopoulos, D. K. and E. G. Tsionas (2004), "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", *Journal of Development Economics*, 73: p. 55-74
- Claessens, S. and L. Laeven (2003), "Competition in the Financial Sector and Growth: A Cross-Country Perspective", praca prezentowana na konferencji pt. "Money Finance and Growth" University of Amsterdam, 2003
- Dehejia, R. and A. Lleras-Muney (2003), "Why Does Financial Development Matter? The United States from 1900 to 1940", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 9551
- Demetriades, P. and K. Hussein (1996), "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, 51: p. 387-411
- Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine (1996), "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *World Bank Economic Review*, 10: p. 291-322
- Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine (2001), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", In: *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: p. 81-140
- Demirgüç-Kunt, A., L. Laeven, and R. Levine (2004), "Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36: p. 593-622
- Demirgüç-Kunt, A. and V. Maksimovic (1996), "Stock Market Development and Firm Financing Choices." *World Bank Economic Review*, 10: p. 341-370
- Devereux, M. B., and G. W. Smith (1994), "International Risk Sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, 35: p. 535-550
- Edison, H., R. Levine, L. Ricci and T. Sløk (2002), "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, 21: p. 749-776
- Ergungor, O.E. (2004), "Market vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, p. 2869-2887
- Fink, G., P. Haiss, and S. Hristoforova (2003), "Bond Markets and Economic Growth", Research Institute for European Affairs, Working Paper 49, April
- Fisman, R.J. and I. Love (2003), "Financial Development and Growth Revisited", National Bureau of Economic Research Paper No. 9582
- Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press
- Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98: p. 1076-1107

- Grossman, S. J., and M. H. Miller (1988), "Liquidity and Market Structure", *Journal of Finance*, 43: p. 617-633
- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales (2002), "Does Local Financial Development Matter?", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8922
- Gurley, J. G. and E. S. Shaw (1955), "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, 45: p. 515-538
- Gwartney J., Lawson R. (2007), *Economic Freedom of the World: 2007 Annual Report*, Fraser Institute
- Haber, S. H., N. Maurer; and A. Razo (2003), *The Politics of Property Rights: Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico*, Cambridge University Press
- Hicks, J. (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press
- Holmes K.R., Feulner E.J., O'Grady M.A. (red.), 2008 Index of Economic Freedom, Heritage Foundation, Wall Street Journal, 2008
- Huybens, E. and R. Smith (1999), "Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity", *Journal of Monetary Economics*, 43: p. 283-315
- Jung, W. S. (1986), "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, 34: p. 333-346
- King, R. G. and R. Levine (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108: p. 717-738
- King, R. G. and R. Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 32: p. 513-542
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52: p. 1131-1150
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2006), "What Works in Securities Laws? ", *Journal of Finance*, February 2006
- Levine R. (1996), "Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda", The World Bank, Policy Research Working Paper No 1678, October 1996
- Levine, R. (2004), "Denying Foreign Bank Entry: Implications for Bank Interest Margins," in *Bank Market Structure and Monetary Policy* Eds: Luis Antonio Ahumada and J. Rodrigo Fuentes, Santiago, Chile: Banco Central de Chile, 2004, p. 271-292
- Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence," NBER Working Papers Number 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46: p. 31-77
- Levine, R. and S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88: p. 537-558
- Lucas, R. E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22: p. 3-42
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution
- Merton, R. C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42: p. 483-510
- Merton, R. C. (1992), "Financial Innovation and Economic Performance", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4: p. 12-22

- Merton, R. C. and Z. Bodie (2004), "The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure", National Bureau of Economic Research Working Paper Number 10620
- MFW (2000), IMF World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington D.C., October
- Miller, M. H. (1998), "Financial Markets and Economic Growth", *Journal of Applied Corporate Finance*, 11: p. 8-14
- Neusser, K. and M. Kugler (1998), "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries", *Review of Economics and Statistics*, 80: p. 636-646
- Obstfeld, M. (1994), "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, 84: p. 1310-1329
- Patrick, H. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development Cultural Change*, 14: p. 174-189
- Rajan R. G., and L. Zingales (1996), "Financial dependence and growth", NBER Working Paper Series, Working Paper 5758, National Bureau of Economic Research
- Rajan, R. G. and L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88: p. 559-586
- Rajan, R. G. and L. Zingales (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, New York, NY: Random House
- Rioja, F. and N.Valev (2004), "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", *Economic Inquiry*, 42: p. 27-40
- Robinson, J. (1952), "The Generalization of the General Theory", In: *the Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan
- Rosenberg Ch. (2008), *Convergence in the Baltics. From Boom to Bust?*, Regensburg, mimeo
- Rousseau, P. L. and P. Wachtel (1998), "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30: p. 657-678
- Rousseau, P. L. and R. Sylla (1999), "Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7448
- Saint-Paul, G. (1992), "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, 36: p. 763-781
- Schumpeter, J. A. (1912), "Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot", [The Theory of Economic Development, 1912, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.]
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52: p. 737-783
- The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction, Department for International Development, Policy Division Working Paper, August 2004
- Wenger, E. and C. Kaserer (1998), "The German system of corporate governance: a model which should not be imitated", In: *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, Eds: Black, S.W. and Moersch, M., North – Holland Press, New York: p. 41-78
- Wright, R.E. (2002), *The Wealth of Nations Rediscovered: Integration and Expansion in American Financial Markets, 1780-1850*, Cambridge, UK: Cambridge University Press
- Zoli (2001), *Cost and Effectiveness of Banking Sector Restructuring in Transition Economies*, IMF Working Paper, WP/01/157, International Monetary Fund, Washington D. C., October



Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych istnieje od 1993 roku i skupia około 200 spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Podstawowym celem funkcjonowania SEG jest reprezentowanie interesów zrzeszonych w nim członków. Cel ten realizowany jest poprzez działania o charakterze regulacyjnym, edukacyjnym, integracyjnym i doradczym.

Działania o charakterze regulacyjnym obejmują inicjowanie nowych regulacji, konsultowanie proponowanych zmian regulacyjnych oraz dążenie do eliminacji niektórych wymogów (zwłaszcza jeśli są nieproporcjonalne do realizowanego celu). Prowadzone są one na wielu płaszczyznach – w odniesieniu do regulacji ustawowych, aktów wykonawczych oraz regulacji giełdowych. Ponadto, SEG jest członkiem europejskiego stowarzyszenia EuropeanIssuers zrzeszającego krajowe stowarzyszenia notowanych spółek. Prezes Zarządu SEG - Beata Stelmach, jest Członkiem Zarządu EuropeanIssuers, w związku z czym za pośrednictwem tej instytucji możliwe jest zgłaszanie ewentualnych uwag do proponowanych rozwiązań (już na etapie projektów), tak aby regulacje przyjęte przez odpowiednie organy UE i później implementowane w Polsce były jak najbardziej korzystne dla emitentów i rynku jako całości.

Podejmowane przez SEG działania edukacyjne obejmują kształcenie pracowników zrzeszonych spółek oraz przedsiębiorstw, które dopiero planują debiut giełdowy, a także szerszą aktywność związaną z kształceniem przyszłych uczestników rynku. Konferencje, seminaria i szkolenia adresowane do członków SEG dotyczą przede wszystkim wypełniania obowiązków informacyjnych, sprawozdawczości finansowej i różnych zagadnień związanych z notowaniem na rynku, choć podejmowane są także inne tematy, w zależności od bieżącego zapotrzebowania. Jako formę działań edukacyjnych uznać należy także organizowany corocznie konkurs Złota Strona Emitenta na najlepszą stronę internetową notowanej spółki – dzięki temu konkursowi spółki doskonałą swą komunikacją z inwestorami. Natomiast seminaria dla przedsiębiorstw planujących debiut giełdowy odnoszą się do kwestii właściwego przygotowania do nowego etapu w funkcjonowaniu spółki – opracowania prospektu emisyjnego, przygotowania sprawozdawczości, wyboru podmiotów współpracujących w tym procesie. Z kolei działalność edukacyjna przyszłych uczestników rynku skierowana jest głównie do nauczycieli przedmiotu „podstawy przedsiębiorczości” oraz do uczniów liceów szczególnie zainteresowanych tym przedmiotem.

Więcej na www.seg.org.pl

PricewaterhouseCoopers

PricewaterhouseCoopers świadczy usługi w oparciu o specjalizację branżową, oferując rozwiązania w zakresie audytu, usług doradczych i doradztwa podatkowego klientom z sektora publicznego i prywatnego. Ponad 146.000 pracowników naszej firmy w 150 krajach łączy swoją wiedzę, doświadczenie i sprawdzone rozwiązania, aby przyczynić się do budowy zaufania do rynków kapitałowych oraz podnosić wartość przedsięwzięć naszych klientów i ich interesariuszy.

Nasza firma dysponuje bogatym doświadczeniem w obsłudze wiodących firm międzynarodowych, jak również dużych i średnich firm lokalnych działających na poszczególnych rynkach w kluczowych sektorach gospodarki.

Na rynku polskim działamy od 1990 roku. Obecnie biura PwC znajdują się w Gdańsku, Krakowie, Katowicach, Poznaniu, Wrocławiu i Warszawie.

Struktura PricewaterhouseCoopers ma charakter macierzowy. Składają się na nią cztery pionory usługowe (czyli główne działy firmy) oraz zespoły branżowe, czyli grupy konsultantów specjalizujących się w konkretnej branży lub segmencie rynku.

Piony usługowe PwC to:

Audyt i doradztwo księgowo

Dział ten oferuje wszechstronne, najwyższej jakości usługi audytorskie oraz szeroką gamę innych usług w zakresie doradztwa księgowego. Usługi tego działu obejmują badania sprawozdań finansowych według polskich, międzynarodowych lub innych standardów rachunkowości oraz sporządzanie raportów specjalnego przeznaczenia, takich jak prospekty emisyjne.

Doradztwo podatkowe

Dział ten świadczy wszechstronne usługi doradztwa podatkowego oraz weryfikuje działalność klientów pod kątem zgodności z przepisami podatkowymi. Zapewnia pomoc i porady m. in. w następujących dziedzinach: podatek dochodowy od osób prawnych i fizycznych; podatek od towarów i usług (VAT); podatek akcyzowy; należności celne, tryb postępowania i opłaty w handlu międzynarodowym; ceny transferowe; postępowanie i spory w sprawach podatkowych; międzynarodowe prawo podatkowe; ubezpieczenia społeczne.

Usługi doradcze

Dział ten zapewnia wszechstronne doradztwo finansowe, gospodarcze i strategiczne dla klientów z sektora prywatnego i publicznego na wszystkich etapach rozwoju firmy lub projektu: od sporządzania business planów i konsultingu przy inwestycjach, poprzez opracowywanie strategii zarządczych i operacyjnych ukierunkowanych na rozwój, aż po wsparcie w sytuacjach kryzysowych (restrukturyzacja, śledztwa i ekspertyzy gospodarcze).

W ramach usług doradczych funkcjonuje Zespół ds. rynków kapitałowych, świadczący usługi dla spółek pozyskujących kapitał z rynków kapitałowych, bądź wprowadzających swoje papiery wartościowe na regulowane rynki giełdowe.

Fundacja FOR

Fundacja FOR została zarejestrowana w marcu 2007 r. i rozpoczęła swoją działalność we wrześniu 2007 r. Wyłącznym fundatorem FOR jest prof. L. Balcerowicz.

Celem FOR jest zwiększenie obywatelskiego zaangażowania Polaków na rzecz propozycji, które sprzyjają szybkiemu i stabilnemu rozwojowi. Stałym punktem odniesienia dla FOR jest wizja państwa prawa, które tworzy warunki sprzyjające prorozwojowym, produktywnym działaniom ludzi: pracy, przedsiębiorczości i innowacyjności, oszczędzaniu i inwestowaniu oraz zdobywaniu wiedzy. Dostępna wiedza pozwala na określenie generalnych cech ustroju, który w największym stopniu tworzy wymienione warunki. Te cechy to:

- Szeroki zakres indywidualnej wolności w ramach jasnego i dobrze egzekwowanego prawa. **Wolność i praworządność** tworzą podstawy dla sprawnego działania wolnego rynku, rozwoju społeczeństwa obywatelskiego i otwarcia na świat.
- **Niskie podatki** możliwe wyłącznie przy niskich **wydatkach publicznych**. Badania pokazują, że zarówno nadmierne podatki, jak i ich główna przyczyna – rozdęte wydatki budżetu osłabiają bodźce do działań produktywnych, przyczyniając się m.in. do bezrobocia lub bierności zawodowej, a przez to – hamują rozwój i ograniczanie ubóstwa.
- Rozwinięta i odpowiedzialna fiskalnie **samorządność lokalna**. Zmniejsza ona ryzyko błędów związane z centralizacją decyzji w państwie oraz umożliwia porównywanie i rywalizację nie tylko na poziomie przedsiębiorstw, ale i jednostek publicznych.
- **Stabilność makroekonomiczna**, czyli zdrowy pieniądz, stabilny sektor finansowy oraz zrównoważone finanse publiczne. Wymaga ona silnej ochrony niezależności i fachowości takich instytucji jak bank centralny i nadzór finansowy oraz warunków instytucjonalnych zapobiegających zwiększaniu obciążeń fiskalnych i utrzymywaniu się deficytu w finansach publicznych.
- Prężny, innowacyjny **system edukacji i badań**, silnie powiązany ze światową nauką i rynkową gospodarką.

FOR posiada formę prawną fundacji, która nie prowadzi działalności gospodarczej. FOR jest instytucją niezależną i nie uczestniczy w działalności jakiegokolwiek partii politycznej.

Fundacja FOR

ul. Stępińska 13
00-739 Warszawa
telefon: +48 (22) 558 06 70
faks: +48 (22) 558 06 71
e-mail: info@for.org.pl
strona internetowa: www.for.org.pl

PricewaterhouseCoopers

Al. Armii Ludowej 14
00-638 Warszawa
telefon: +48 (22) 523 40 00
faks: +48 (22) 508 40 40
e-mail: pwcpoland@pl.pwc.com
strona internetowa: www.pwc.com/pl

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

ul. Nowy Świat 35 lok. 9
00-029 Warszawa
telefon: +48 (22) 826 26 89
faks: +48 (22) 826 31 93
e-mail: biuro@seg.org.pl
strona internetowa: www.seg.org.pl