

Izabela Lisiewicz
Uniwersytet Szczeciński
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania

PROPONOWANE KIERUNKI NAPRAWY POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

Wstęp

W kwietniu 2003 r. upłynęło 12 lat od odrodzenia się giełdy papierów wartościowych w Polsce. Wydarzenie to był wyrazem wiary, że rynek kapitałowy będzie odgrywał ważną rolę w gospodarce rynkowej i będzie stymulatorem wzrostu ekonomicznego. Czas pokazał, że giełda, jak i cała polska gospodarka, rozwijała się raz szybciej a innym razem wolniej. Poniższa praca ma na celu przedstawienie proponowanych kierunków naprawy polskiego rynku kapitałowego.

1. Początki rynku kapitałowego w Polsce

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce otwarta została w Warszawie 12 maja 1817 roku. Sesje odbywały się w godzinach 12.00-13.00. W XIX w. przedmiotem handlu na giełdzie warszawskiej były przede wszystkim weksle i obligacje. Handel akcjami rozwinął się na szerszą skalę w drugiej połowie XIX w. W latach między I a II wojną światową giełdy w Polsce działały na podstawie rozporządzenia Prezydenta o organizacji giełd. Oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy papierów wartościowych w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Podstawowe znaczenie miała jednak giełda w Warszawie, na której koncentrowało się 90% obrotów. Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta.

Po 1945 roku podjęto próby reaktywowania działalności giełdy w Polsce, jednak jej istnienie było nie do pogodzenia z narzuconym systemem gospodarki centralnie planowanej. We wrześniu 1989 r. nowy, niekomunistyczny rząd rozpoczął program zmiany ustroju i odbudowy gospodarki rynkowej. Głównym motorem zmian strukturalnych była prywatyzacja i rozwój rynku kapitałowego. Pięćdziesięcioletnia przerwa w funkcjonowaniu polskiego rynku kapitałowego stworzyła sytuację pustki prawno – instytucjonalnej. Oznaczało to w praktyce brak doświadczeń i wiedzy fachowej, lecz również ogromne możliwości rozwoju. Rozważając kilka alternatywnych rozwiązań, zdecydowano się na przeniesienie nowoczesnych rozwiązań regulacji prawnych i organizacyjnych z wzorcowych zagranicznych rynków kapitałowych.

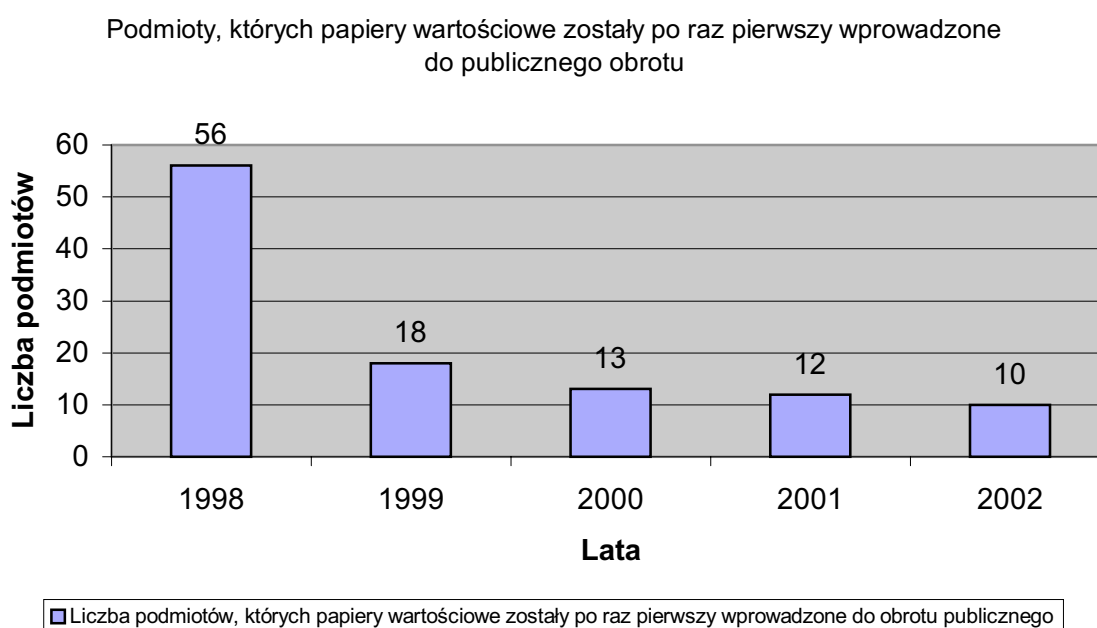
Pierwsza wersja projektu ustawy regulującej publiczny obrót papierami wartościowymi została opracowana w lipcu 1990 r. W dniu 22 marca 1991 r. Sejm uchwalił ustawę Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Powstały w ten sposób podstawy prawne głównych instytucji rynku kapitałowego: domów maklerskich, giełdy, funduszy powierniczych, jak również Komisji Papierów Wartościowych jako organu administracji rządowej kontrolującego i promującego rynek papierów wartościowych.

12 kwietnia 1991r. Minister Przekształceń Wartościowych i Minister Finansów reprezentujący Skarb Państwa podpisali akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. 16 kwietnia 1991r. odbyła się pierwsza sesja giełdowa z udziałem 7 domów maklerskich, na której notowano akcje 5 spółek. Wpłynęło wówczas 112 zleceń

kupna i sprzedaży, a łączny obrót giełdy wyniósł 1.990 zł (2.000 US\$)¹.

1.2 Stan polskiego rynku kapitałowego w 2002 roku

W odtworzeniu polskiego rynku kapitałowego decydującą rolę odegrało państwo. Stworzyło ono podstawy legislacyjne oraz przeprowadziło prywatyzację wielu przedsiębiorstw w ofercie publicznej, co przyczyniło się w istotny sposób do wzrostu kapitalizacji giełdowej, czyli nastąpił wzrost wartości wszystkich papierów wartościowych lub wybranej grupy papierów wartościowych notowanych na giełdzie, liczonych według kursu giełdowego. Pod koniec 2002 roku publiczny rynek kapitałowy wykazuje wyraźne oznaki regresu, zwijania się i marginalizacji na rzecz innych inwestycji (np. w nieruchomości). Maleje w szybkim tempie liczba nowych emisji spółek publicznych, a także dopuszczeń do obrotu publicznego. Sytuacje te obrazują poniższe wykresy.



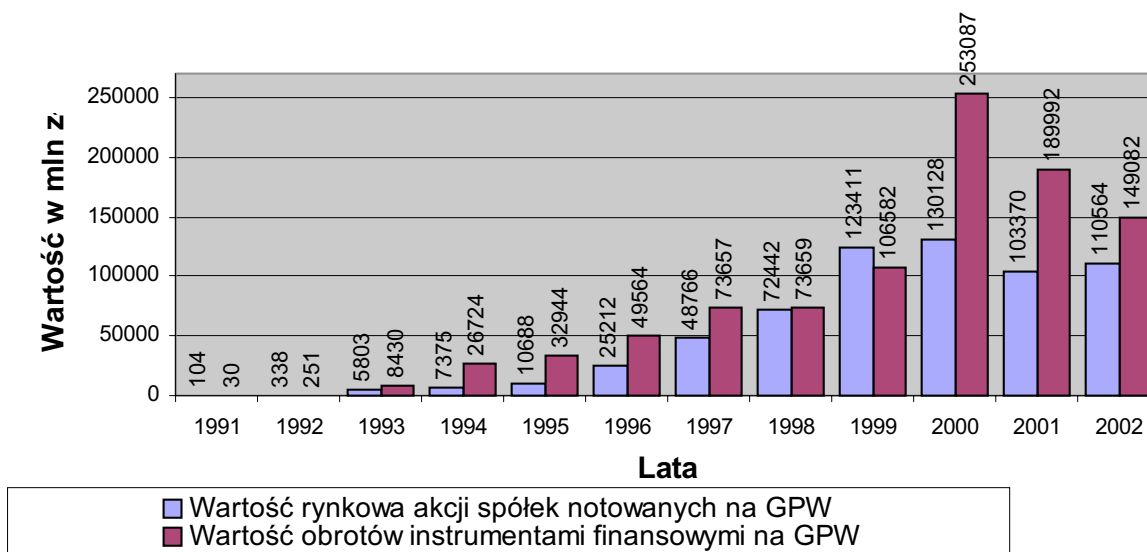
Wykres 1. Liczba podmiotów, których papiery wartościowe zostały po raz pierwszy wprowadzone do obrotu publicznego

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów rocznych KPWiG.

Liczba podmiotów, których papiery wartościowe zostały po raz pierwszy wprowadzone do obrotu publicznego z roku na rok maleje. Z roku 1998 na rok 1999 był to spadek aż o 62 % (z 56 do 18 podmiotów). Od 1999 r. spadek ten był coraz mniejszy, a w 2002 r. papiery wartościowe zostały po raz pierwszy wprowadzone do obrotu publicznego tylko dla 10 podmiotów.

¹ Zasoby internetu: www.gpw.pl

Wartość rynkowa spółek notowanych na GPW oraz wartość obrotów instrumentami finansowymi na GPW (mln zł)



Wykres 2. Wartość rynkowa spółek notowanych na GPW oraz wartość obrotów instrumentami finansowymi na GPW (mln zł)

Źródło: www.kpwig.gov.pl

Wartość rynkowa spółek notowanych na GPW od 1991 r. systematycznie rośnie aż do roku 2001, w którym odnotowano pierwszy spadek. W roku 2002 sytuacja ta nieco się poprawiła. Podobny trend wykazuje wartość obrotów instrumentami finansowymi na GPW, ale w tym przypadku w roku 2002 nie odnotowano wzrostu, lecz dalszy spadek badanej wartości.

Dalsza analiza polskiego rynku kapitałowego pozwala zauważyć, że marginalne znaczenie dla inwestorów niebankowych ma rynek obligacji korporacyjnych. Maleje liczba inwestorów indywidualnych, a wprowadzenie podatku od zysków kapitałowych z pewnością spotęguje ten proces. W rezultacie spada poziom kapitalizacji giełdowej i płynność, które w początkowych latach znacznie rosły z roku na rok. Publiczny rynek kapitałowy traci zdolność do mobilizacji, alokacji i realokacji kapitału oraz obiektywnej wyceny instrumentów finansowych, a tym samym spółek giełdowych. Inwestorom przestaje opłacać się inwestować, a spółkom organizować nowe emisje².

Wszystkie giełdy rynków wschodzących były podobnie rozwijane i dziś przeżywają podobne dylematy. Wszystko to sugeruje tezę, że trudno stworzyć rynek kapitałowy ponieważ jego infrastruktura wymaga efektu skali, który trudno osiągnąć w gospodarce bez kapitału, w dodatku w trakcie transformacji ustrojowej. Według Prof. Frąckowiaka jest bardzo mało prawdopodobne, aby GPW odegrała istotną rolę w gospodarce w najbliższych kilku latach. Twierdzi on, że aby taką rolę mogła spełnić, poziom kapitalizacji giełdy powinien wzrosnąć co najmniej trzykrotnie, a wielkość nowych emisji kilkaset razy. Ekspert Banku Światowego szacują, że poziom kapitalizacji GPW może się podwoić i będzie stanowić około 37% wartości PKB, co nie zmienia faktu, że giełda nadal pozostanie małą giełdą krajową. Wielkość pozyskanego na GPW kapitału w ostatnich trzech latach była promilem wartości kapitału pozyskanego w gospodarce. To dobitnie świadczy, że giełda nie

² W. Frąckowiak, Stan, przyczyny i kierunki naprawy rynku kapitałowego w Polsce, *Nasz Rynek Kapitałowy* 149/2003, s.24-25.

jest miejscem pozyskiwania kapitału, a raczej miejscem wymiany akcji między inwestorami.³

W omawianym okresie mieliśmy do czynienia z sytuacją w której jakość (infrastruktura techniczna) przewyższa ilość (kapitalizacja, obroty, płynność. itd.). Rynek kapitałowy (giełda, centralny depozyt) został przygotowany do obsługi znacznie większej liczby inwestorów i emitentów, a tym samym do wspierania wzrostu gospodarczego.⁴

2. Kierunki naprawy polskiego rynku kapitałowego

Polski rynek kapitałowy wymaga pilnej naprawy, która nie jest możliwa bez aktywnego udziału państwa, zarówno na poziomie centralnym, jak i lokalnym.

Jak najszybciej należy podjąć działania, które stworzyłyby warunki systemowe, by rynek kapitałowy spełniał swą podstawową misję motoru wzrostu gospodarczego krajowego i ogólnoeuropejskiego. Należy dążyć do tego, by stanowił on miejsce dostępu do zagranicznych źródeł finansowania (głównie dla dużych spółek) i zarazem był platformą dla małych i średnich przedsiębiorstw operujących w Polsce (rynkami samoregulujące się przez pośredników i domy maklerskie). Chodzi o to, by z jednej strony związać się z europejskim i światowym rynkiem kapitałowym (co wymaga prywatyzacji giełdy, aliansów strategicznych, itp.), a zarazem zachować tożsamość narodową, sprzyjającą rozwojowi lokalnych przedsiębiorstw. Zmiana taka jest możliwa, ale wymaga ona determinacji w określeniu i zrealizowaniu wizji i strategii rozwojowej tego rynku w powiązaniu ze strategią rozwoju gospodarczego całego kraju.

Wizja i strategia rozwoju rynku kapitałowego w Polsce powinna być oparta na następujących fundamentach⁵:

- należy stosować rozwiązania, które zachęcą do kumulowania oszczędności i ich zmiany w kapitały zaangażowane produktywnie w myśl zasady, że pomyślność kraju i społeczeństwa w długim okresie zależy od stopy oszczędzania i inwestycji, a nie bieżącej konsumpcji;
- należy tworzyć bodźce stymulujące rozwój przedsiębiorczości, a więc zorientowane na inwestorów i przedsiębiorców, co daje znacznie lepsze efekty w sferze wzrostu gospodarczego i w walce z bezrobociem, niż wzrost podatków i funduszy zwalczania bezrobocia;
- należy pobudzać wzrost gospodarczy, gdyż istnieje dodatnia korelacja między wzrostem gospodarczym a rozwojem rynku kapitałowego; rynek kapitałowy jest naturalnym wehikułem stymulującym wzrost gospodarczy, a wzrost gospodarczy pobudza rozwój rynku kapitałowego;
- proces wspierania rynku kapitałowego musi być skoncentrowany zarówno na publicznym i niepublicznym rynku – oznacza to, że należy wspierać rynek kapitałowy bez względu na orientację polityczną ugrupowania, które jest aktualnie u władzy;
- publiczny i niepubliczny rynek kapitałowy to dwa nierozzerwalne segmenty, jeden nie może istnieć bez drugiego, stąd proces wspierania musi zapewnić ich równoczesny rozwój; oznacza to również silne powiązania tego procesu z programami wspierania małych i średnich przedsiębiorstw.

Rozwój rynku kapitałowego powinien być widziany w długim horyzoncie czasu. Oznacza to, że bez względu na poglądy polityczne partii rządzącej należy zapewnić ciągłość planów i ich konsekwentną realizację.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia rozwoju rynku aby zapewnić mu trwałą rozwój

³ P. Wojciechowski, O potrzebie segmentacji na polskim rynku kapitałowym, *Nasz Rynek Kapitałowy* 148/2003, s. 15.

⁴ W. Frąckowiak, Stan, przyczyny i kierunki naprawy rynku kapitałowego w Polsce, op.cit. s.24-25

⁵ Ibidem s. 25.

należy dążyć do:

- wzrostu roli krajowych inwestorów indywidualnych,
- segmentacji rynku kapitałowego,
- poszerzenia aktywności GPW,
- ściślejszego współdziałania z partnerami w środkowej Europie,
- dalszej integracji polskiego rynku ze strukturami europejskimi,
- zwiększenia skuteczności egzekucji reguł prawa,
- zwiększenia roli zaufania w procesie budowania rynku,
- zwiększenia poziomu wiedzy dotyczącej rynku kapitałowego,
- pełniejszego wykorzystania potencjału otwartych funduszy emerytalnych.

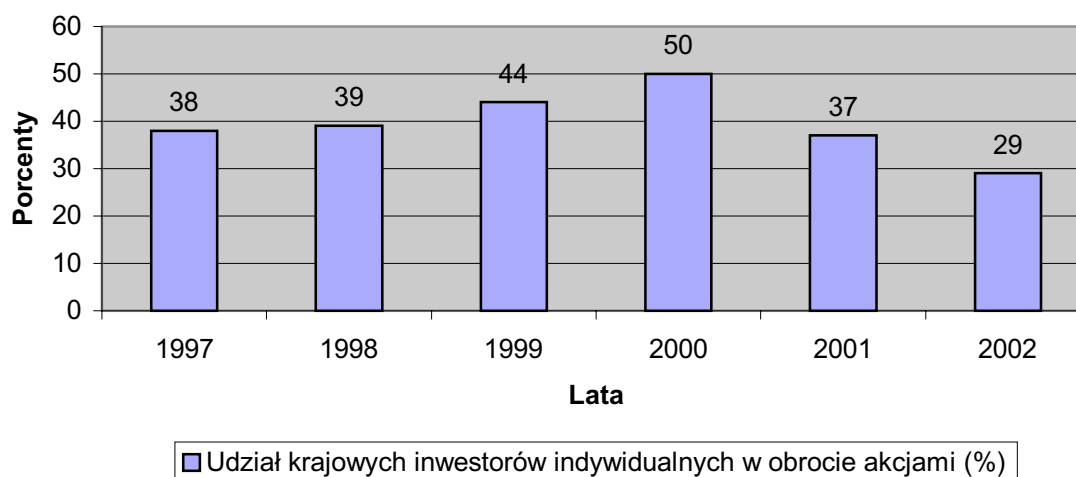
W dalszej części pracy zostaną omówione pokrótce te cele cząstkowe.

2.1 Rola krajowych inwestorów indywidualnych

Aby rynek kapitałowy prawidłowo wycenił własność gospodarczą konieczna jest płynność. Do utrzymania płynności konieczne jest rozproszenie własności notowanych na nich instrumentów. Owo rozproszenie uzyskuje się m.in. dzięki dużej ilości inwestorów indywidualnych zaangażowanych w operacje na danym rynku. Obok inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym główną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni oraz inwestorzy zagraniczni.

Pierwszym postulatem wobec strategii rozwoju gospodarki jest zapewnienie przyrostu liczby indywidualnych inwestorów.

Udział krajowych inwestorów indywidualnych w obrocie akcjami (%)



Wykres 3. Udział krajowych inwestorów indywidualnych w obrocie akcjami (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony internetowej KPWiG.

Udział krajowych inwestorów indywidualnych w obrocie akcjami do roku 2000 rośnie i w tym roku wynosi 50 %. Od 2001 r. wartość ta spada i w 2002 r. osiąga zaledwie 29%.

Wzrost liczby indywidualnych inwestorów powinien nastąpić w wyniku wszechstronnych działań regulacyjnych oraz promocyjnych, wynikających z priorytetów polityki gospodarczej państwa. W tej grupie szansą jest pobudzenie długoterminowego oszczędzania przez projektowane przez rząd wprowadzenie czwartego filaru oszczędności emerytalnych (indywidualnych kont emerytalnych) czy wprowadzenie na nowo stałych

preferencji w podatku dochodowym od zysków kapitałowych.

Polscy indywidualni inwestorzy powinni mieć otwarty dostęp do wszelkich instrumentów globalnego rynku. Kierowanie ich aktywności jedynie do instrumentów emitowanych przez krajowe instytucje nie byłoby usprawiedliwione, bowiem charakter podejmowanych decyzji jest całkowicie swobodny. W razie wprowadzenia restrykcji lub utrudnień inwestorzy albo zrezygnują z oszczędności, albo znajdą dostęp do instrumentów globalnego rynku poprzez brokerów zagranicznych rynków. Oba te rozwiązania są negatywne z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego i gospodarki.⁶

Ponadto, aby wzrosła rola krajowych inwestorów indywidualnych należałoby⁷:

- konsekwentnie prowadzić działania edukacyjne (m.in. przez takie konkursy jak ten),
- wzmocnić egzekwowanie praw inwestorów indywidualnych,
- zwiększyć wpływ inwestorów na zarządzanie spółkami, np. poprzez stworzenie możliwości głosowania na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy spółek przez Internet,
- rozwijać standardy dobrych praktyk w zakresie nadzoru właścicielskiego i zadbać o ich implementację – w październiku 2002 weszła w życie uchwała Rady Giełdy wprowadzającą Zasady Ładu korporacyjnego dla spółek publicznych.

W Polsce te postulaty są w coraz większym stopniu realizowane, co jest trendem jak najbardziej pozytywnym.

2.2 Segmentacja rynku kapitałowego

W świecie występuje tendencja polaryzowania podmiotów gospodarczych na firmy globalne i lokalne. Kurczy się grupa firm środka, o wyrazistej dla indywidualnych inwestorów rynku kapitałowego tożsamości i przestrzeni wzrostu. Tendencje polaryzowania szczególnie wzmogły w Polsce procesy prywatyzacyjne, w trakcie których wiele firm o największych potencjałach rynkowego wzrostu zostało włączonych do globalnych koncernów. W ślad za tym, potrzeby pozabankowego finansowania w Polsce polaryzują się na firmy oczekujące kapitałów ze światowych centrów zarządzania oraz na finansowanie lokalne.

Andrzej Madej członek Zespołu Podatkowego Fundacji Rozpowszechniania Akcjonariatu twierdzi, iż słuszną byłaby rekonstrukcja architektury polskiego rynku kapitałowego, z dotychczasowego, obejmującego poziomy „publicznego rynku kapitałowego” oraz „rynku niepublicznego”, na również dwa, ale inaczej zdefiniowane. Pierwszy poziom – platformę efektywnego dostępu do sieci światowych giełd, budowaną przez GPW w partnerstwie z innymi europejskimi centrami. Drugi poziom – system obsługi inwestorów akceptujących lokalność emitentów, budowany przez instytucje komercyjne (przedsiębiorstwa maklerskie), prawdopodobnie z pomocą instytucji publicznie odpowiedzialnych za lokalny rozwój. Zakres integracji technologicznej, rozliczeniowej i informacyjnej na tym drugim poziomie powinien pozostać do decyzji jej organizatorów, posiadających potencjały technologiczne znacznie przewyższające te potrzeby. Obie te kategorie koncentracji obrotu i powszechności dostępu powinny przestać być przedmiotem odpowiedzialności nadzorczej państwa. Do nowego zdefiniowania, możliwe że samorządowego, pozostaje natomiast utrzymanie zasady równości dostępu do informacji na tym rynku. Tym samym powinien zanikać w Polsce ostry podział na rynek publiczny i niepubliczny. W jego miejsce infrastruktura centrum rynku powinna z jednej strony dać najefektywniejszy dostęp do wszelkich instrumentów globalnego rynku (pierwszy poziom), z

⁶ A. Madej, Postulowane kierunki strategii rozwoju rynku kapitałowego, *Nasz Rynek Kapitałowy* 149/2003, s. 29.

⁷ Problemy i wyzwania polskiego rynku kapitałowego przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej – KPWiG, Warszawa 2003, www.kpwig.gov.pl/pdf/rynek_kap_do_ue.pdf

drugiej strony umożliwić powstawanie efektywnych ośrodków organizowania obrotu wszelkimi papierami wartościowymi przez przedsiębiorstwa maklerskie (poziom drugi).⁸

2.3 Współdziałanie z partnerami w środkowej Europie

Wiele z inwestycji portfelowych podejmowanych w światowych centrach decyzyjnych zorientowane jest nie tylko na Polskę, ale łącznie na grupę państw poddanych po 1990 roku transformacji gospodarczej. Wynika to ze zbliżonego typu ryzyka politycznego oraz ze zbliżonych charakterystyk celów inwestycyjnych na tych krajowych rynkach. Jednorodność tej perspektywy nie koresponduje z różnorodnością warunków informacyjnych, transakcyjnych i rozliczeniowych na tych rynkach. GPW powinna działać na rzecz przybliżenia tych rynków dla inwestorów z poszczególnych krajów.

Skuteczność tego zaangażowania zależy od mocnego wsparcia dla formowania tej idei w praktyczne platformy operacyjne przez najsilniejsze z instytucji pośrednictwa finansowego, obecne poprzez swoje regionalne oddziały na każdej z krajowych giełd środkowej Europy. Instytucje te mogą utworzyć takie platformy nawet bez wsparcia centralnych instytucji polskiego rynku.

Ewentualne powodzenie takiej platformy transakcyjnej, co jest warunkowane stopniem zaangażowania wskazanych powyżej partnerów, byłoby pożyteczne również z punktu widzenia rozwoju segmentu indywidualnych inwestorów. Nie tylko poszerzyłoby to ich przestrzeń inwestycyjną, ale również, dzięki analizie celów inwestycyjnych w innych krajach, podnosiłoby ich oczekiwania wobec standardów informacyjnych oraz efektywnościowych na rynkach lokalnych.⁹

2.4 Integracja polskiego rynku kapitałowego ze strukturami europejskimi

Obecne regulacje polskiego rynku kapitałowego takie jak np.: Ustawa z dnia 21.08.1997r. prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Ustawa z dnia 26.09.2000r. o giełdach towarowych czy też Kodeks Spółek Handlowych są zgodne z dyrektywami UE. Jednakże konieczne jest ciągłe dostosowywanie rozwiązań krajowych do zmian zachodzących w UE np.: konieczne jest zwiększenie skuteczności nadzoru poprzez rozszerzenie kompetencji KPWiG czy też ułatwienie pozyskania kapitału w ramach funduszy unijnych.

W celu zwiększenia integracji polskiego rynku kapitałowego ze strukturami europejskimi należy¹⁰:

- zapewnić elastyczność regulacji,
- na bieżąco monitorować i wprowadzać nowe rozwiązania prawne,
- wzmocnić nadzór nad rynkiem i stworzyć możliwość prowadzenia przez KPWiG postępowań na wniosek komisji zagranicznych,
- zawierać kolejne porozumienia o współpracy i wymianie informacji,
- kontynuować współpracę w ramach regionalnej grupy konsultacyjnej utworzonej z inicjatywy KPWiG, skupiającej instytucje nadzorcze z krajów aspirujących do członkostwa w UE, mającej na celu wymianę doświadczeń i współpracę z podobnymi instytucjami Zjednoczonej Europy i z Komisją Europejską.

⁸ A. Madej, Postulowane kierunki strategii rozwoju rynku kapitałowego, op. cit. s. 29-30.

⁹ Ibidem s. 31.

¹⁰ Problemy i wyzwania polskiego rynku kapitałowego przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej – KPWiG, op.cit.

2.5 Zwiększenie skuteczności egzekucji reguł prawa

Umocowanie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd wobec uczestników rynku skoncentrowane zostało na detalicznej regulacji i skutecznej egzekucji nadzoru wobec instytucji współorganizujących architekturę rynku.

Sytuację braku skutecznego nadzoru, w tym słabość w postępowaniach orzekających o winie osób dopuszczających się przestępstw na rynku kapitałowym, tuszuje się powoływaniem pozornych instytucji samorządowego arbitrażu.

Brak skuteczności egzekwowania ustanowionych reguł powoduje, że uczestnicy rynku — ponosząc ogromne koszty restrykcyjnych regulacji rynku w postaci konieczności ujawniania detalicznych informacji handlowych oraz ponoszenia bezpośrednich opłat operacyjnych — nie uzyskują korzyści ekonomicznych, które dawać im powinno zaufanie akcjonariuszy do udzielanej przez nich i innych uczestników rynku informacji.

Poprawa skuteczności egzekwowania prawa prowadzić musi do stworzenia skutecznej platformy specjalistycznego państwowego arbitrażu w zakresie rynku kapitałowego, na przykład poprzez wyznaczenie do tych funkcji jednej z izb warszawskiego sądu okręgowego.¹¹ Rozważyć trzeba powiększenie możliwości służb KPWiG w zakresie wykrywania przestępstw giełdowych o możliwość: prowadzenia przesłuchań, dostępu do billingów telefonicznych, administracyjnego karania manipulacji i wykorzystywania informacji poufnych, prawa wnioskowania o zamrażanie aktywów, doprecyzowanie i zacieśnienie współpracy z organami ścigania – zmiany takie przewiduje dyrektywa Unii Europejskiej (Market abuse directive). Należy również rozważyć rozpoczęcie działalności przez Giełdowy Sąd Rynku Kapitałowego w zakresie rozstrzygania konfliktów pomiędzy uczestnikami rynku kapitałowego.¹²

Do pogłębionego studialnego rozważenia pozostaje natomiast opracowanie procedur wspierających indywidualnych inwestorów dochodzących przed sądami cywilnymi praw wynikających z posiadanych instrumentów właścicielskich. Wykorzystania do skutecznego egzekwowania reguł prawa osobistych inicjatyw osób pokrzywdzonych (działających *ex post*), a nie jedynie powiększania władczych uprawnień publicznych agend (działających *ex ante*).¹³

2.6 Zwiększenie roli zaufania w procesie budowania rynku

Głównym spoiwem, nie tylko pomiędzy emitentami a poszczególnymi grupami inwestorów, lecz również między wszystkimi uczestnikami wolnego rynku musi być zaufanie.

Świadomość, że wysokość kosztów transakcyjnych w gospodarce jest zależna od poziomu zaufania jako elementu kultury uczestników stosunków gospodarczych powinna być jednym z fundamentów polityki gospodarczej państwa. Ale administracyjne ograniczanie niepewności w imię bezpieczeństwa obrotu gospodarczego zazwyczaj prowadzi do likwidowania w gospodarce przestrzeni do wolnego konkurowania.

Dla pojawienia się zaufania we wzajemnych relacjach uczestników rynku koniecznym jest systemowe pozostawienie im marginesu niepewności. Dlatego pierwszym z kierunków działań formacyjnych naszego państwa powinno być ograniczenie wymogów informacyjnych, obniżające tym samym koszt uczestniczenia emitenta w rynku. Powinno to jednak nastąpić nie w wyniku decyzji organów administracji państwa, lecz instytucji odpowiedzialnych za tworzenie danego rynku. Instytucje te powinny rozumieć, że ich

¹¹ Ibidem s. 31-32.

¹² Ibidem s. 31-32.

¹³ A. Madej, Postulowane kierunki strategii rozwoju rynku kapitałowego, op. cit. s. 31-32.

ekonomiczne korzyści są związane ze wzrostem zaufania pomiędzy uczestnikami obsługiwanego rynku.

Drugim z działań formacyjnych, powiększającym zakres odpowiedzialności rynku, powinno być umożliwienie powstania w sferze pośrednictwa finansowego Instytucji nastawionych na obsługę indywidualnych inwestorów. Niezależność tych instytucji, zarówno w wymiarze właścicielskim, jak i handlowym będzie wartością, która powinna je uchronić od zgubnych skutków strukturalnych konfliktów interesów¹⁴.

2.7 Poszerzanie aktywności Giełdy Papierów Wartościowych

Dotychczas GPW to centrum pasywnego koncentrowania popytu i podaży, o rozkładzie odpowiedzialności identycznym dla wszystkich typów papierów wartościowych. Różnice w typie notowań, czy obszarze rynku mają charakter czysto formalny.

Giełda nie posiada partnerów do współkreowania sprzedaży i animowania obrotu, jej sfera sprowadza się do staranności w przyjmowaniu i kojarzeniu zleceń. Jej deklaracyjna strategia wręcz zachęca do organizowania drogi do inwestorów poprzez uniwersalne sieci sprzedaży produktów finansowych (okienka bankowe).

Potrzeba rekonstrukcji dotychczasowej misji GPW wynika z przewidywania następujących tendencji¹⁵:

- niekontrolowanego rozpraszania obrotów instrumentami największych polskich spółek na rynki o większych potencjałach emisyjnych (dłużnymi, ale też pochodnymi od właścicielskich),
- pojawiania się efektywnych elektronicznych kanałów dostępu polskich inwestorów do instrumentów inwestycyjnych wszystkich rynków świata,
- ciągłego procesu przesuwania zarządzania aktywami instytucji zbiorowego inwestowania do europejskich centrów,
- spodziewanego procesu przenoszenia zarządzania zleceniami inwestorów z lokalnych reprezentacji globalnych instytucji finansowych do ich europejskich central,
- niebezpieczeństwa nie utrzymania kosztów bezpieczeństwa systemu z prowizji od zmniejszających się obrotów.

Wizja przyszłości GPW powinna się opierać na następujących założeniach:

- dla modelu przejściowego:
 - rola dotychczasowa: ośrodek koncentracji obrotu dla polskich emitentów,
 - funkcja oczekiwana: kanał dostępu do centrów rynków otwartych,
 - kluczowy klient: indywidualny inwestor.
- dla modelu docelowego:
 - rola bazowa: ogniwo dostępowe do sieci systemu transakcyjnego globalnego rynku,
 - funkcja oczekiwana: ośrodek integracji dla lokalnych rynków organizowanych przez przedsiębiorstwa maklerskie,
 - kluczowy klient: indywidualny inwestor.

2.8 Zwiększenie poziomu wiedzy dotyczącej rynku kapitałowego

Powszechnie wiadomo, że zasady działania, pozyskiwania kapitału i inwestowania na rynku kapitałowym wymagają ciągłej popularyzacji.

Zwiększyć wiedzę Polaków o rynkach kapitałowych można m.in. poprzez¹⁶:

¹⁴ Ibidem s. 32.

¹⁵ Ibidem s. 30-31.

¹⁶ Problemy i wyzwania polskiego rynku kapitałowego przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej – KPWiG, op.cit.

- systematyczne przekazywanie wiedzy na temat rynku kapitałowego w programach szkolnych,
- tworzenie standardów dotyczących rachunkowości oraz postępowania na rynku kapitałowym,
- kontynuowanie w ramach programu rządowego kampanii edukacyjno – informacyjnej dotyczącej finansowania małych i średnich przedsiębiorstw przez rynek kapitałowy,
- kontynuacja budowy przez KPWiG elektronicznego centrum informacyjnego o krajowym rynku papierów wartościowych,
- organizowanie szkoleń i konferencji przez uczestników rynku, w tym rozwój edukacji zdalnej (Internetowej),
- promowanie polskiego rynku kapitałowego w kraju i na arenie międzynarodowej.

2.9 Pełniejsze wykorzystanie potencjału otwartych funduszy emerytalnych

Otwarte fundusze emerytalne ze względu na posiadane aktywa stają się istotnym inwestorem instytucjonalnym o bardzo dużym potencjale. Obecnie działalność funduszy w niektórych obszarach rynku kapitałowego podlega dużym ograniczeniom.

Aby pełniej wykorzystać potencjał otwartych funduszy emerytalnych można m.in.¹⁷:

- zapewnić dopływ na rynek nowych spółek z procesu prywatyzacji oraz innych instrumentów finansowych m.in. dla otwartych funduszy emerytalnych,
- zachować możliwości wykonywania przez fundusze emerytalne pełnych praw głosu z posiadanych akcji spółek – pod warunkiem stworzenia procedur podejmowania decyzji w interesie uczestników funduszu,
- rozszerzyć możliwości wykorzystywania przez fundusze emerytalne instrumentów pochodnych na stopę procentową oraz na indeksy i kursy akcji w celach zabezpieczenia portfela, a także pożyczania papierów wartościowych w celu krótkiej sprzedaży,
- rozszerzyć możliwości inwestycyjnych funduszy emerytalnych w jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych, w tym w fundusze specjalistyczne.

3 Zakończenie

Powyższa praca pokazuje, że polski rynek kapitałowy ma przed sobą jeszcze długą drogę do czasu, w którym będzie prawidłowo spełniać założone cele. Rozwiązanie wyżej przedstawionych problemów nie będzie łatwe, dlatego realizacja strategii rozwoju polskiego rynku kapitałowego powinna być konsekwentnie realizowana bez względu na poglądy polityczne partii rządzącej.

¹⁷ Ibidem.