

Wpływ sytuacji gospodarczej i zastosowanych rozwiązań systemowych na stan rozwoju rynku kapitałowego i bankowość inwestycyjną w Polsce

Dariusz Piotrowski

W pierwszych latach transformacji polskie społeczeństwo, jak i gospodarka naszego kraju stanęły przed wieloma wyzwaniami. Prawie każdy element ówczesnego życia gospodarczego wymagał zmian. Dotyczyło to również finansów. W początkowym okresie, kiedy prowadzono dyskusje na temat kształtu systemu finansowego w Polsce i kiedy wydawało się, że wszystko jeszcze jest możliwe, deklarowano zamiar dążenia do stworzenia w naszym kraju systemu finansowego zorientowanego rynkowo. Sama idea była słuszna, bowiem liczne badania naukowe¹ wykazały wyższość systemu rynkowego, pojmowanego jako miejsce pozyskiwania kapitału, dokonywania inwestycji i sprawowania kontroli na zarządami spółek nad systemem zorientowanym bankowo. Jednak po kilku latach okazało się, że próby stworzenia rynku kapitałowego, aktywnie kształtującego procesy zachodzące w naszej gospodarce, nie były na tyle skuteczne, aby można było mówić o sukcesie. Wynikało to w głównej mierze z tradycji polskiego sektora finansowego. Przez lata, kiedy z przyczyn ideologicznych rynek kapitałowy prawie nie funkcjonował, znacznie umocnił się model oparty na bankach. Przewaga tego modelu wynikała przede wszystkim z faktu istnienia infrastruktury instytucjonalnej rynku i wykształconych nawyków społeczeństwa co do wyboru form oszczędzania i inwestowania, skupionych wokół oferty banków komercyjnych. Jednocześnie przez długi

czas, a praktycznie do dziś nie potrafiono wykreować popytu na usługi związane z bankowością inwestycyjną, który zagwarantowałby godziwe zyski możliwe do osiągnięcia w długim okresie.

Przez kilka pierwszych lat rynek kapitałowy w Polsce podlegał dynamicznym zmianom. Ich charakter można ocenić jako pozytywny. Rosła bądź utrzymywała się na wysokim poziomie liczba debiutów i - co się z tym wiąże - liczba spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spółek (wykres 1). Obserwowano także pozytywne tendencje dotyczące wartości dokonywanych publicznych emisji lub sprzedaży akcji. Pewnym doświadczeniem dla inwestorów były okresy hossy i bessy. Z biegiem czasu giełda warszawska stała się największa w regionie i mogła nawet konkurować z parkietami z tzw. drugiej ligi, czyli z giełdami w Wiedniu, Lizbonie czy Helsinkach².

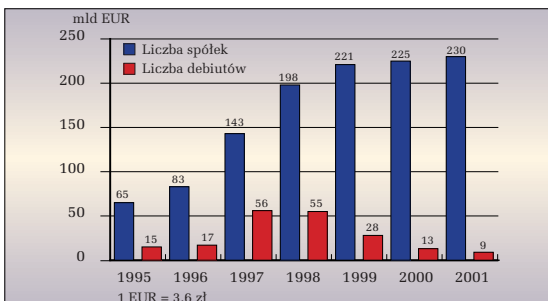
W tym czasie sytuacja przedsiębiorstw maklerskich jako instytucji obsługujących transakcje na rynku kapitałowym była całkiem dobra, choć nigdy wyniki przedsiębiorstw należących do tego sektora nie były rewelacyjne. Ten względnie pozytywny wizerunek naszego rynku kapitałowego oraz - na jego tle - wyniki finansowe przedsiębiorstw maklerskich stopniowo się pogarszały. Początek tego procesu można było zaobserwować w II kwartale 2000 r. i, niestety, nieprzerwanie trwa on do dziś.

Na sytuację na rynku kapitałowym, a także w bankowości inwestycyjnej, świadczącej usługi z zakresu obsługi transakcji realizowanych na tym rynku, wpływ

¹ Nie można jednoznacznie stwierdzić, który z systemów finansowych jest lepszy, bowiem zbyt wiele cech je określa. Każdy z nich ma swoje wady i zalety. Wydaje się jednak, że pewną przewagę mają rozwiązania obecne w systemie zorientowanym na rynki finansowe. Potwierdza to obserwowana od wielu lat tendencja do coraz częstszego włączania rozwiązań stosowanych na rynkach finansowych do systemów zorientowanych bankowo. Proces odwrotny spotyka się zdecydowanie rzadziej.

² S. Łucki: *Są powody do radości*. „Magazyn Finansowy Prawa i Gospodarki”, 11.02.2002, s. 18-19.

Wykres 1 Liczba notowanych spółek (stan na koniec roku) oraz liczba debiutów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1995-2001



Źródło: KPWiG.

wają zasadniczo dwie grupy czynników. Pierwsze związane są z ogólną sytuacją gospodarczą kraju, drugie natomiast wiążą się ze specyficznymi uregulowaniami polskiego rynku kapitałowego, z mechanizmami wpływającymi na jego funkcjonowanie. W artykule zaprezentowano obecną sytuację rynku kapitałowego i bankowości inwestycyjnej w Polsce oraz podjęto próbę ukazania i oceny najważniejszych czynników kształtujących ten stan.

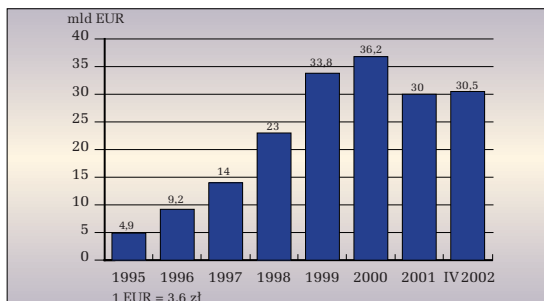
W przypadku gdy kryzys dotyka nie pojedyncze przedsiębiorstwo maklerskie, lecz cały sektor, co zostało ukazane z wykorzystaniem danych liczbowych w dalszej części artykułu, trudno jest skupiać uwagę na pojedynczym czynniku sprawczym. W takich sytuacjach należy rozpoznać całą grupę czynników, których nagromadzenie przyczyniło się do powstawania krytycznych ocen funkcjonowania rynku kapitałowego, a kierowanych najczęściej pod adresem rządu i Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Analiza czynników, które mogły przyczynić się do znacznego spowolnienia rozwoju rynku kapitałowego, została poprzedzona krótką prezentacją działalności i wyników przedsiębiorstw maklerskich. Ich sytuacja finansowa jest bowiem wypadkową stanu polskiej gospodarki, polskiego rynku kapitałowego i obrazem wyślików lub zaniedbań w jego rozwoju.

Począwszy od 1996 r., kiedy w Polsce prowadziło działalność operacyjną 55 przedsiębiorstw maklerskich, rozpoczął się proces zmniejszania liczby pośredników w publicznym obrocie. W rezultacie tych zmian na początku 2001 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie transakcje zawierało 38 biur maklerskich, z czego większość stanowiły biura należące do działających w Polsce banków, natomiast pod koniec marca 2002 r. w transakcjach na giełdzie pośredniczyło już tylko 28 brokerów. Jak twierdzą specjaliści, w ciągu następnych dwóch lat proces ten będzie kontynuowany i z obecnie działającej grupy pozostanie 10 - 12 brokerów³. Przyczyny tego zjawiska są dwojakie.

³ M. Śliwiński, A. Mielczanek: *Małe biura czekają duże problemy*. „Parkiet”, 21.03.2002, s. 1.

Wykres 2 Kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1995-2002



Źródło: KPWiG.

Pierwszą jest postępująca konsolidacja na rynku. Część biur maklerskich połączyła się z innymi biurami na skutek fuzji ich właścicieli, czyli banków. W ostatnim okresie taki los spotkał kilku brokerów. Na wiosnę 2001 r. COK Banku Handlowego połączył się z należącym do Citibanku – Citibrokerage. Na przełomie 2000 i 2001 r. doszło do fuzji między Bankiem Zachodnim i WBK (oba banki należały do irlandzkiej instytucji finansowej Allied Irish Banks). W konsekwencji połączyły się biura maklerskie należące do tych banków i powstało Biuro Maklerskie Banku Zachodniego WBK. Podobną w skutkach transakcją, której ukończenie planowane jest na koniec pierwszego półrocza 2002 r. jest połączenie biur maklerskich należących do BPH i PBK. W tym przypadku zaważyły jednak interesy strategicznych inwestorów polskich banków, czyli Hypovereinsbanku i Banku Austria, którzy podjęli decyzję o połączeniu się; naturalnym następstwem tego było połączenie instytucji należących do tych banków w Polsce. Kolejną transakcją zmieniającą obraz polskiego rynku kapitałowego była sprzedaż w grudniu 2001 r. przez DM BMT wydzielonej części przedsiębiorstwa zajmującej się rynkiem wtórnym Bankowi Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych. Zadaniem prezesa zarządu DM BMT Rafała Walkiewicza, włączenie przedsiębiorstwa, działającego dotychczas jako niezależne, w struktury bankowe powinno uwiarygodnić je w oczach inwestorów oraz przyczynić się stworzenia pomyślnych perspektyw dalszego rozwoju⁴.

Drugą przyczyną spadku liczby brokerów działających w Polsce jest trudna sytuacja na polskim rynku kapitałowym. Problemy rozpoczęły się na dobre w połowie 2000 r., po zakończeniu internetowej hossy. Od tego czasu spadkom na GPW towarzyszyły zmniejszające się obroty, a co się z tym wiąże – także przychody biur maklerskich. W 2001 r. wartość obrotów zrealizowanych na GPW spadła w porównaniu z 2000 r. o 40%. W 2002 r. było jeszcze gorzej. Związek między sytuacją i wynikami finansowymi pośredników na rynku kapi-

⁴ A. Mielczanek: *Dom Maklerski BMT sprzedaje działalność*. „Parkiet”, 18.12.2001, s. 3.

tałowym a stanem koniunktury giełdowej wydaje się oczywisty. Działa tutaj prosty mechanizm. W okresach hossy rośnie zainteresowanie giełdą, zwiększa się liczba transakcji, wyższe są także obroty, co rzutuje na wartość otrzymywanych przez brokerów prowizji. Bardzo często hossie towarzyszy ożywienie na rynku pierwotnym. Zmniejsza się ryzyko gwarantowania emisji. Zwyżki kursów akcji mogą przełożyć się na zyski kapitałowe z handlu papierami na własny rachunek. W sumie hossa wpływa na zwiększenie przychodów i poprawę wyników finansowych. Gdy natomiast przychodzi bessa i stan ten się przedłuża, źródła przychodów i zysków wysychają, a części kosztów nie da się w krótkim okresie zredukować. Skutkiem jest zwykle pojawienie się strat.

Brak możliwości zarabiania w tradycyjny sposób (krótka sprzedaż, umożliwiająca zarabianie na spadkach cen akcji, jest jeszcze w początkowej fazie rozwoju) spowodował, że rynek akcji, zaczęli opuszczać inwestorzy indywidualni. Na szczęście dla przedsiębiorstw maklerskich w wielu przypadkach nie wycofali oni całkowicie swoich pieniędzy z giełdy, ale przenieśli swoje zainteresowanie na rynek transakcji instrumentami pochodnymi, gdzie ich udział w obrotach sięga około 85%.

Po internetowej euforii i ogromnych nadziejach na wprowadzanie na GPW kolejnych spółek, rzeczywistość rozczarowała. Zła koniunktura giełdowa, ogólny marazm oraz zniechęcenie do inwestycji i podejmowania ryzyka w warunkach ciągle spadających kursów i indeksów giełdowych spowodowały, że potencjalni emitenci wstrzymywali się od wprowadzania swoich akcji na GPW. W 2001 r. na rynek wprowadzono zaledwie dziewięć nowych firm⁵. Z racji pogarszającej się sytuacji finansowej giełdowych spółek wiele z ówczesnych emisji nie miało na celu pozyskania środków na sfinansowanie inwestycji, lecz często traktowane były jako jedyny sposób na wyciągnięcie firm z kłopotów finansowych. Niska wartość tych ofert nie mogła powstrzymać także spadającej płynności naszej giełdy⁶. Wartość nowych emisji w 2001 r. wyniosła zaledwie 113 mln zł, wobec ponad 950 mln zł rok wcześniej⁷.

Wszystko to złożyło się na coraz gorsze wyniki biur maklerskich. Jak podaje GUS, w pierwszym półroczu 2001 r. blisko 80% z nich wykazywało straty. Przychody biur maklerskich były w tym czasie prawie o połowę mniejsze niż w tym samym okresie 2000 r. Brokery nie pomogli nawet coraz szybciej rozwijający się rynek instrumentów pochodnych. Wskaźnik rentowności obrotu brutto dla ogółu przedsiębiorstw maklerskich w pierwszym półroczu 2001 r. wyniósł zaledwie 0,9%. Było to aż o 9,3 pkt. proc. mniej niż w podobnym okre-

sie rok wcześniej. W liczbach bezwzględnych daje to jedynie 11,7 mln zł zysku brutto wypracowanego w pierwszym półroczu 2001 r. dla ogółu przedsiębiorstw maklerskich.

Kolejny mankament naszego rynku kapitałowego można dostrzec, gdy przeanalizuje się strukturę przychodów i kosztów przedsiębiorstw maklerskich. Okazuje się, że z działalności maklerskiej i doradczej, a więc w pewnym uproszczeniu z prowizji od obrotu papierami wartościowymi, zarządzania portfelami, oferowania papierów na rynku pierwotnym oraz sprzedaży jednostek funduszy inwestycyjnych, pochodzi zaledwie od 23% do 29% ogółu przychodu brokerów. Usługi te mają też podobny udział w kosztach działalności biur. Bardzo często zdarzało się, że właściwa działalność przedsiębiorstw maklerskich była deficytowa⁸. Przykładowo, z tytułu działalności maklerskiej i doradczej wynik finansowy brutto biur maklerskich w drugim kwartale 2001 r. był ujemny i wyniósł aż 59 mln zł. Największa część przychodów (i kosztów), stanowiąca obecnie około 60%, pochodzi z tzw. działalności operacyjnymi i handlowymi papierami wartościowymi, czyli - mówiąc w pewnym uproszczeniu - z inwestycji biur w papiery wartościowe, prowadzonych na własny rachunek. Gdy analizie poddany zostanie cały okres działalności maklerskiej, to okaże się, że przychody finansowe często ratowały brokerów przed stratami ponoszonymi na obsłudze klientów.

W tak trudnej sytuacji trudno się dziwić, że coraz więcej brokerów opuszcza nasz rynek. Bessie na giełdzie jako pierwszy w 2001 r. poddał się CAIB, zamykając swoje internetowe ramie - CAIB Caibon. Prawdziwa eksplozja zamykania działalności przez brokerów nastąpiła jednak dopiero w drugim półroczu 2001 r. Zapoczątkowały ją informacje o rezygnacji z działalności przez mały polski Dom Inwestycyjny BWE oraz niewiele większe przedstawicielstwo zagranicznego banku inwestycyjnego Robert Fleming Polska. We wrześniu 2001 r. zakończyło działalność operacyjną w Polsce przedsiębiorstwo maklerskie Wood & Company. W tym czasie do grona brokerów wycofujących się z gry dołączył także jeden z najmniejszych na rynku: Global Capital Partners Poland (prowadził zaledwie 1,5 tys. rachunków inwestycyjnych). Z zupełnie innego powodu niż przedstawione powyżej Komisja Papierów Wartościowych i Giełd skreśliła z listy działających w Polsce biur maklerskich Surf5.net. W tym przypadku właściciele brokera podejrzewani są o łamanie prawa, a ściślej rzecz biorąc, o transferowanie za granicę pieniędzy z rachunków inwestycyjnych należących do klientów.

Z przedstawionej analizy można wyciągnąć wniosek, że w dłuższym okresie obecny stan nie jest możliwy do utrzymania. Prowadzenie działalności maklerskiej jest nieopłacalne. Bankowe przedsiębiorstwa ma-

⁵ A. Potocka: *Pustka na pierwotnym*. „Nasz Rynek Kapitałowy”, kwiecień 2002, s. 89-90.

⁶ D. Wolak: *Giełdzie potrzeba remitentów*. „Prawo i Gospodarka”, 14.05.2002, s. 6.

⁷ M. Śliwiński, A. Mielczanek: *Małe biura czekają duże problemy*. „Parkiet”, 21.03.2002, s. 1

⁸ R. Przasnyski: *Maklerzy w opalach*. „Parkiet”, 10.10.2001, s. 1.

klerskie mające oparcie w silnych instytucjach finansowych, jakimi są banki, będą raczej w stanie dotrzeć do lepszych czasów. Oczywiście, jeśli one nastąpią. A niebankowe domy maklerskie - te najprawdopodobniej będą musiały uczestniczyć w procesach konsolidacji.

Źródeł obecnych niepowodzeń w zakresie rozwoju rynku można upatrywać także w przyjętym modelu organizacji i działania biur maklerskich. Przez długi czas zakres usług świadczonych przez przedsiębiorstwa maklerskie był zbyt ograniczony przepisami prawa. Zbyt późna liberalizacja przepisów w tym zakresie sprawiła, że trudno jest im teraz zaistnieć na silnie konkurencyjnym rynku. Pierwotne źródła przewag tkwiące w dobrej znajomości specyfiki polskich przedsiębiorstw i warunków, w których muszą funkcjonować, zostały bezpowrotnie zaprzepaszczone.

Złą sytuację na rynku odczuwają nie tylko przedsiębiorstwa maklerskie. Znany z często bardzo ryzykownych inwestycji na rynku kapitałowym BRE Bank, sądząc po wynikach za pierwszy kwartał 2002 r., też nie ma powodów do zadowolenia. W rekordowym pod względem wypracowanych zysków 1999 r. (685 mln zł zysku netto) przy przychodach z odsetek rzędu 1.132 mln zł bank osiągnął wynik na działalności bankowej w wysokości 1.890 mln zł. Dużą w tym zasługą przychodów z operacji na rynku finansowym, osiągniętych dzięki korzystnej sprzedaży m.in. akcji BIG-u oraz udziałów w Polskiej Telefonii Cyfrowej - operatorze sieci ERA GSM. Z powodu drastycznej przeceny wielu walorów, które w swoim portfelu posiadał bank, BRE Bank rozpoczął ten rok od wykazania straty. Wynikała ona głównie z konieczności zawiązania rezerw na dokonane inwestycje w akcje Elektrimu, Optimusa i Szeptela na kwotę około 74 mln zł. W tej sytuacji wielu analityków i inwestorów nie dowierza, że ten najbardziej inwestycyjny spośród banków komercyjnych działających w Polsce wypracuje zysk zaplanowany na 2002 r.⁹ Przykład tego banku bardzo dobrze obrazuje, jak zmiennym otoczeniem jest rynek kapitałowy i jak różnych wyników można spodziewać się z tytułu prowadzonej działalności w zakresie bankowości inwestycyjnej.

Z analiz dotyczących realnego wpływu rynku kapitałowego na procesy gospodarcze wynika, że osiągnięcie przez rynek kapitalizacji przynajmniej na poziomie 20% produktu krajowego brutto pozwala ocenić taki wpływ jako znaczący¹⁰. Kapitalizacja warszawskiej giełdy kształtuje się obecnie w granicach 17% PKB¹¹. Niski poziom tego wskaźnika jest konsekwencją niewielkiego zainteresowania rynkiem kapitałowym zarówno ze strony emitentów, jak i inwestorów. Niska kapitalizacja notowanych spółek jest też powodem do

częstych narzekań ze strony inwestorów instytucjonalnych, którzy mają problemy z korzystnym i bezpiecznym ulokowaniem pieniędzy.

Bolączką warszawskiej giełdy są także niskie obroty - ogólnie i na poszczególnych spółkach. Zdecydowana większość obrotów dokonywanych na rynku akcji dotyczy spółek ujętych w indeksie WIG20. Niski jest też *free float* (szacunkowa wartość kształtuje się poniżej 30% ogółu akcji)¹². Coraz częściej zdarzają się sesje, kiedy na akcjach około 40 spółek dzienny obrót nie przekracza 10 tys. zł. Wynika to głównie z braku zainteresowania danymi walorami ze strony inwestorów, ale coraz bardziej widocznym zagrożeniem staje się gromadzenie akcji w rękach inwestorów strategicznych lub pasywnych o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym. Większość z tych instytucji reprezentuje kapitał zagraniczny. Szacuje się, że średnie zaangażowanie wspomnianej grupy inwestorów w spółkach skupionych w indeksie WIG20 wynosi 62% i dalej rośnie. Zdaniem analityków, utrzymanie tej tendencji przy jednoczesnym braku napływu nowych, dużych spółek grozi paraliżem giełdy w ciągu najbliższych 3 - 4 lat¹³.

Z rosnącą kontrolą polskich spółek giełdowych przez zagranicznych inwestorów nie idzie jednak w parze stosowanie dobrych praktyk w zakresie relacji zarządów z inwestorami, zwłaszcza mniejszościowymi. W Polsce powstało już kilka projektów dotyczących *corporate governance*. Z ich wprowadzeniem w życie wiąże się nadzieje na poprawę wizerunku naszego rynku kapitałowego¹⁴.

W pamięci inwestorów na długo jednak pozostaną takie działania, jak sprzedaż przez Skarb Państwa Hypo-Vereinsbankowi akcji BPH po cenie 480 zł (dla inwestorów giełdowych Niemcy ogłosili wezwanie na poziomie 230 zł) czy poczynania inwestora strategicznego w Stomilu Olsztyn. Pierwsze efekty działań prowadzonych na tym polu, zwłaszcza przez fundusze emerytalne i inwestycyjne, są już zauważalne, ale do osiągnięcia sytuacji normalnej, spotykanej na zachodnich rynkach pozostaje nam jeszcze wiele do zrobienia. Naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych i brak zrozumienia mechanizmów funkcjonowania rynku kapitałowego wśród sędziów, widoczne w przypadku problemów z WZA Mostostalu Eksport, pokazują, że działania edukacyjne powinny być prowadzone z większym natężeniem i skierowane do szerszego grona podmiotów. W niechlubne karty historii naszego rynku kapitałowego wpisują się też afery z akcjami Wedla czy poznańskiej „WIRR-ówki”, nie mogące znaleźć sądowego finału od ponad czterech lat¹⁵.

⁹ L. Sadkowski: *BRE rozdaje karty*. „Prawo i Gospodarka”, 1-2.06.2002, s. 4.

¹⁰ M. Daniluk: *Rynek kapitałowy - papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategię inwestowania*. Warszawa 1998 Dom Wydawniczy Bellona, s. 186.

¹¹ Dla porównania na koniec października 2000 r. kapitalizacja giełdy londyńskiej stanowiła prawie 200% PKB Wielkiej Brytanii, a dla giełdy paryskiej i frankfurckiej relacja ta wynosiła odpowiednio 113% i 71%.

¹² M. Al-Kaber: *Znaczenie publicznego giełdowego rynku papierów wartościowych*. „Bank i Kredyt” nr 2/2002, s. 68.

¹³ K. Pączkowski: *Rynek na krawędzi*. „Prawo i Gospodarka”, 11-12.05.2002, s. 1.

¹⁴ D. Wolak: *Wzorce zostają za granicą*. „Prawo i Gospodarka”, 9.05.2002, s. 6.

¹⁵ M. Nowacki: *Bezkarna afery na akcjach Wedla*. „Parkiet”, 9.05.2002, s. 1.

Sama Komisja Papierów Wartościowych i Giełd nie jest zadowolona z obecnego stanu rynku i dąży do wprowadzania zmian usprawniających jego funkcjonowanie. Na koniec I półrocza 2003 r. planowane jest wprowadzenie poprawek w ustawie regulującej publiczny obrót papierami wartościowymi, mających spowodować rozszerzenie kompetencji Komisji w zakresie dbałości o jakość rynku i usprawnić współpracę Komisji z prokuraturą w ściganiu przestępstw dotyczących rynku kapitałowego¹⁶.

Źródeł problemów naszego rynku kapitałowego należy szukać, niestety, po raz kolejny w działaniach Skarbu Państwa. Nadal niewielki jest udział rynku kapitałowego w finansowaniu inwestycji, w porównaniu z kredytami bankowymi, i nic nie wskazuje na to, że w najbliższej przyszłości coś się zmieni. Nie może być inaczej w sytuacji, gdy Skarb Państwa w ramach finansowania budżetu pozyskuje na rynku kapitałowym dziesiątki miliardów złotych i tym samym wypiera z rynku przedsiębiorstwa emitujące akcje i obligacje.

Szansy na szybką poprawę sytuacji nie widać także w wynikach publikowanych przez spółki giełdowe. Coraz większa ich liczba wykazuje straty. Dawno już przestała funkcjonować zasada, że spółki giełdowe należą do grona najlepszych w gospodarce. Fakt ten nie może dziwić, jeśli w świetle danych zaprezentowanych przez GUS na 8.396 przedsiębiorstw funkcjonujących w przemyśle i zatrudniających po więcej niż 49 osób, aż 3.250 wykazywało ujemną rentowność¹⁷. Trudności z finansowaniem inwestycji, zatory płatnicze oraz skomplikowane procedury administracyjne i prawne skutecznie hamują przedsiębiorczość w całym kraju. Lata, kiedy mogliśmy pochwalić się wzrostem PKB rządu 6-7%, należą do historii. Zakładany w ustawie budżetowej w 2001 r. wzrost na poziomie 4% okazał się daleki od rzeczywistości. Wzrost PKB o 1,1% w całym 2001 r. oraz bliski zero na początku 2002 nie mógł przełożyć się na wyniki finansowe spółek giełdowych, a tym samym na zachowanie i oczekiwania inwestorów giełdowych¹⁸.

Obserwowana w gospodarce wzmoczona fala bankructw jest przejawem słabości gospodarki. W 2001 r. zaobserwowano 45% wzrost liczby wniosków o ogłoszenie upadłości. Jak podaje Ministerstwo Sprawiedliwości, w 2001 r. było ich 6.448¹⁹. Niewątpliwie przyczyną tego zjawiska były wysokie nominalne i realne stopy procentowe²⁰. I choć, jak podaje GUS, łączny wynik finansowy przedsiębiorstw objętych statystyką tej instytucji wzrósł w pierwszym kwartale 2002 r., w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, z poziomu minus 16 mln do poziomu 1,7 mld zł, to

jednak przyszłość nie rysuje się w jasnych barwach. Podstawą rozwoju gospodarki jest nowoczesny majątek i technologie, te zaś wymagają nakładów inwestycyjnych. Poziom wydatków inwestycyjnych rządu 30% PKB, pozwalający naszej gospodarce zniwelować opóźnienie cywilizacyjne w stosunku do najbiedniejszych państw Unii w ciągu 20 lat, nie został w ostatnim dziesięcioleciu nigdy osiągnięty. Ponadto w 2001 r. środki wydane na nakłady inwestycyjne zmniejszyły się – w porównaniu z poprzednim rokiem - o 13% w skali całego kraju²¹.

Dług publiczny to kolejny drażliwy temat. Już w 2003 r. można się spodziewać, że przekroczy on niebezpieczną barierę 50% PKB. Może to zmienić ocenę sytuacji naszego kraju na niekorzystną, co z kolei może przejawiać się zmniejszeniem napływu kapitału zagranicznego skłonnych zainwestować na rynku kapitałowym cechującym się wysokim poziomem ryzyka²². Z drugiej strony na poprawę atrakcyjności inwestycyjnej naszego kraju wpływa tzw. efekt konwergencji związany z planowanym na rok 2004 wstąpieniem Polski do Unii. Przekwalifikowanie, niejako automatyczne, do niższej klasy ryzyka należy łączyć z samym faktem akcesji. Obecne problemy gospodarcze nie są brane przy tej ocenie aż tak bardzo pod uwagę.

Wśród zalewu informacji zasadniczo ukazujących słabości naszego rynku kapitałowego pojawiły się, jak się niedawno jeszcze wydawało, pewne zwiastuny poprawy. Jako dobrą wiadomość można było potraktować planowane na czerwiec i lipiec 2002 r. dwie oferty nowych spółek. Pierwsza swoje akcje sprzedawała spółka W. Kruk, zajmująca się sprzedażą ekskluzywnej biżuterii oraz odzieży, natomiast druga to medialna Grupa ITI, będąca współwłaścicielem telewizji TVN i Multikina. Poza samym faktem pojawienia się nowych spółek w sprzedaży, a następnie w obrocie, sądzono, że oferty te będą cieszyły dużych inwestorów instytucjonalnych z jeszcze jednego powodu. Otwarte Fundusze Emerytalne, które mogą w 2002 r. zainwestować na rynku akcji około 3-4 mld zł, z zadowoleniem przyjąłby możliwość zdywersyfikowania swoich portfeli poprzez inwestycje w akcje wspomnianych spółek, które reprezentują branże dotąd nieobecne na warszawskiej giełdzie²³. Jak jednak wiadomo, w wyniku zamieszania powstałego wokół wyceny oferowanych walorów spółki ITI, oferta sprzedaży akcji zakończyła się niepowodzeniem²⁴.

Od około dwóch lat fundusze emerytalne stają się coraz bardziej widocznymi inwestorami instytucjonalnymi na giełdzie. Przedstawiciele tych instytucji dostrzegając problem niskiej kapitalizacji i niskiej płynności naszego rynku, a także stosunkowo ubogi zestaw

¹⁶ M. Śliwiński: *Potrzebne są większe uprawnienia*. „Parkiet”, 8.05.2002, s. 5.
¹⁷ GUS.

¹⁸ I. Wajszczuk: *Krótki minus we wzroście PKB*. „Prawo i Gospodarka”, 9.05.2002, s. 8.

¹⁹ J. Kowalski: *Fala bankructw*. „Prawo i Gospodarka”, 10.04.2002, s. 1.

²⁰ J. Kowalski: *Stopy zahamowały rozwój*. „Magazyn Finansowy Prawa i Gospodarki”, 8.04.2002, s. 7.

²¹ J. Kowalski: *Inwestycyjny dramat*. „Prawo i Gospodarka”, 29.03.2002, s. 1.

²² *Dług publiczny szybko narasta*. „Parkiet”, 21.03.2002, s. 8.

²³ A. Mielczanek: *Oferta rusza 17 czerwca*. „Parkiet”, 5.06.2002, s. 4.

²⁴ G. Drózd, D. Jarosz: *KPWIG zbada analizy ITI*. „Parkiet”, 04.07.2002, s. 1.

instrumentów finansowych możliwych do wykorzystania w strategii inwestycyjnej, walczą o powiększenie limitu aktywów, które mogą być zaangażowane na zagranicznych, rynkach z obecnych 5 do 20%. Pewną alternatywą dla oczekiwań funduszy miał być program emisji PDR. Kiedyś były już plany wprowadzenia do obrotu PDR na akcje firmy Brandt, głównego akcjonariusza spółki Polar, ale nic z tego nie wyszło. Brandt upadł i jak do tej pory żadna zagraniczna spółka nie jest notowana na parkiecie w Warszawie.

Szansą na rozwój naszej giełdy jest prywatyzacja polskich przedsiębiorstw. Rząd Leszka Millera, korzystając z doświadczeń poprzedniej ekipy rządzącej, podchodzi jednak z rezerwą do wszelkich tego typu transakcji. W wielu przypadkach z powodu opóźnień procedur i ogólnego pogorszenia koniunktury nie należy oczekiwać wynegocjowania cen zbliżonych do oferowanych przed dwoma, trzema laty²⁵. Odnosząc się jeszcze do problemu prywatyzacji, należy dodać, że model rynku, jaki w Polsce stworzono, dobrze funkcjonował do czasu, gdy źródłem nowych emisji były prywatyzowane przedsiębiorstwa państwowe.

Zbyt silne i zbyt długo trwające transakcje prywatyzacyjne państwowych przedsiębiorstw spowodowało powstanie zaniechań w przyciąganiu na rynek publiczny spółek o rodowodzie prywatnym. Wielkie prywatyzacje mamy już prawie za sobą. Kilka spośród przedsiębiorstw, które pozostaje jeszcze pod kontrolą państwa, może zostać sprywatyzowanych poprzez giełdę, ale wymagają one poprzedzających ten proces działań naprawczych. Powstała luka w podaży akcji trzeba wypełnić ofertami spółek prywatnych. Jak dotychczas, zachęty do wprowadzania spółek do publicznego obrotu - w postaci dofinansowania części kosztów doradztwa - nie zdają egzaminu i istnieje silna potrzeba stworzenia nowych mechanizmów wspierających rozwój rynku kapitałowego.

Źródeł poprawy sytuacji na rynku kapitałowym, a tym samym w usługach z zakresu bankowości inwestycyjnej należy szukać także poza rynkiem. Głównym celem powinny być działania zmierzające do poprawy kondycji finansowej polskich przedsiębiorstw. Potrzebny jest nie tylko tańszy kapitał, ale i przepisy prawne sprzyjające rozwojowi przedsiębiorczości, nie zaś ją krepujące. Ogólnie wśród przedsiębiorców oczekiwane są obniżki oprocenowania dla kredytów przez banki, uproszczenie rozliczeń z fiskusem i ujednoczenie interpretacji całej grupy przepisów regulujących funkcjonowanie przedsiębiorstw w gospodarce²⁶. Rynek sam nie jest w stanie pokonać tych trudności i oczekiwana jest pomoc ze strony państwa.

W obecnych czasach, aby być konkurencyjnym, trzeba dążyć do rozszerzania oferty, poprawy jako-

ści obsługi, szukać możliwości redukcji kosztów. Przedstawione prawidłowości gospodarki rynkowej, jak najbardziej mają zastosowanie w przypadku giełdy warszawskiej. Wyzwaniem dla władz giełdy na najbliższy okres jest zagwarantowanie odpowiedniego miejsca dla naszego rynku w Europie. Szuka się rozwiązań przeciwdziałających marginalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Jedno jest pewne - nasza giełda musi aktywnie włączyć się w procesy konsolidacji sektora finansowego i samych giełd, zachodzące na całym świecie. Prowadzone są debaty na temat prywatyzacji giełdy, w której Skarb Państwa posiada 98% akcji. Kwestią sporną pozostaje udział w tym procesie silnego zagranicznego inwestora strategicznego.

Na podsumowanie rozważań dotyczących problemów rynku kapitałowego w Polsce i ich źródeł oraz dla poprawy nastroju ogólnego przygnębienia, warto wskazać na fakt, który może przyczynić się do zmiany krytycznych ocen funkcjonowania rynku i dobrze przysłużyć się jego rozwojowi.

W związku z panującą trudną sytuacją na rynku kapitałowym w Polsce rząd przedstawił własną koncepcję poprawy sytuacji rynku kapitałowego. Pod koniec marca 2002 r. przygotowano dokument zawierający strategię rozwoju rynku kapitałowego. Program obejmuje trzy obszary tematyczne. Pierwszy z nich dotyczy dalszej integracji z Unią Europejską. Mają być prowadzone być działania dostosowujące nasz system prawny do wymogów Unii; większy nacisk będzie także kładziony na poprawę umiejętności finansowania projektów infrastrukturalnych z wykorzystaniem rynku kapitałowego i funduszy unijnych. Drugi blok tematyczny wiąże się z prywatyzacjami dużych przedsiębiorstw i wykorzystaniem w nich potencjału OFE. W tej części programu wytyczono także główne kierunki działań zmierzających do aktywizacji takich rynków, jak rynek obligacji samorządowych i korporacyjnych oraz rynek listów zastawnych. Trzeci filar tego programu obejmuje najogólniej zespół działań poprawiających efektywność rynku kapitałowego jako miejsca pozyskiwania kapitałów. Planowane prace będą dotyczyły zmian prawa podatkowego oraz usprawnienia wykrywania i ścigania przestępstw na rynku kapitałowym²⁷. W tym miejscu wypada sobie oraz innym uczestnikom rynku zainteresowanym w jego dynamicznym rozwoju życzyć, aby to, co zostało zapisane i przedstawione jako program, znalazło odzwierciedlenie w rzeczywistości dokonywanych zmianach. Jak napisano wcześniej, trudnej sytuacji naszego rynku nie są w stanie uzdrowić pojedyncze, nieskoordynowane działania. Potrzebna jest interwencja państwa jako regulatora, a także poprawa wyników finansowych spółek, co w rezultacie może zaowocować polepszeniem klimatu inwestycyjnego na giełdzie.

²⁵ M. Zaremba: *Energetyka tańsza*. „Prawo i Gospodarka”, 25-26.05.2002, s. 1.

²⁶ K. Tomaszewski: *Uproszczenia dla przedsiębiorców*. „Prawo i Gospodarka”, 8.05.2002, s. 1.

²⁷ D. Wolak: *Strategia dla rynku*. „Prawo i Gospodarka”, 3.04.2002, s. 4.