

Bariery rozwoju polskiego rynku akcji*

Agnieszka Grąt

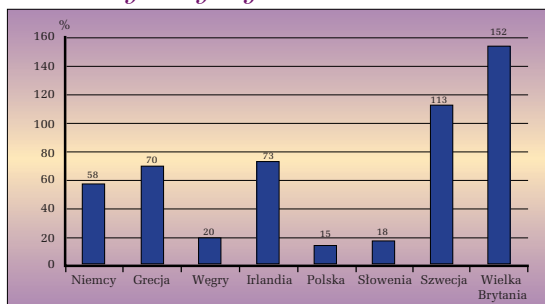
Charakterystycznym elementem kraju o dobrze rozwiniętej gospodarce jest w pełni wykształcony i rozwinięty rynek kapitałowy. Spełnia on wiele funkcji, z których jedną z najważniejszych jest alokacja kapitału. Za pośrednictwem rynku kapitałowego podmioty gospodarcze mają możliwość pozyskiwania środków na finansowanie inwestycji ze źródeł zewnętrznych. Inną ważną rolą rynku kapitałowego jest codzienna wycena wartości przedsiębiorstwa.

Reaktywowanie rynku kapitałowego w Polsce (w sensie instytucjonalnym) można datować na dzień 12 kwietnia 1991 r.¹ Podpisano wtedy akt założycielski spółki akcyjnej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Pierwsza sesja giełdowa odbyła się już 16 kwietnia 1991 r. Mimo upływu ponad 10 lat rynek ten jest nadal postrzega-

ny przez inwestorów jako rynek młody. Kapitalizacja kształtuje się na poziomie 110,6 mld zł i jest stosunkowo mała, ponieważ stanowi tylko około 14,8% PKB². W krajach o rozwiniętych rynkach kapitałowych wskaźnik ten kształtuje się na poziomie około 60% i więcej.

² Kapitalizacja rynku akcji na koniec 2002 r.

Wykres 1 Relacja kapitalizacji giełd do PKB na wybranych giełdach w 2001 r.



Źródło: Światowa Federacja Giełd (FIBV).

* Niniejsze opracowanie jest wstępną próbą identyfikacji barier rozwojowych rynku akcji w Polsce.

¹ Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce powstała w 1817 r. w Warszawie jako Giełda Kupiecka. Po II wojnie światowej działalność giełdy została zawieszona. Wznowiła ona działalność jako Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w 1991 r.

Tabela 1 Podstawowe wskaźniki GPW

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kapitalizacja na koniec roku (mln zł)	43.766	72.442	123.411	130.085	103.370	110.565
Udział kapitalizacji w PKB (%)	9,32	13,14	20,05	18,84	14,31	14,84
Obroty na rynku akcji w całym roku (mln zł)	52.342	62.338	88.974	169.096	80.443	63.662

Źródło: GPW.

Dla gospodarek rozwijających się jako wystarczający przyjmuje się wskaźnik na poziomie około 20%. Giełda istotnie wpływa wtedy na funkcjonowanie gospodarki. W początkowym okresie dzięki przeprowadzonym procesom prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych zapewniony był stały dopływ nowych ofert publicznych. Jednak od 2000 r. proces ten uległ znacznemu zahamowaniu i z tego powodu liczba nowych emisji jest mała. Po kilkunastu latach istnienia rynku akcji w Polsce rynek kapitałowy ma nadal niewielkie znaczenie makroekonomiczne.

Giełda Papierów Wartościowych jest jedną z najważniejszych instytucji rynku kapitałowego. Jest to podmiot organizujący publiczny obrót akcjami spółek.

W pierwszych 5 latach istnienia giełdy rozwijała się bardzo dynamicznie. Niestety, na skutek wielu czynników rozwój ten został zahamowany. Czynniki te można pogrupować w kilka kategorii, a mianowicie:

- czynniki podażowe,
- czynniki popytowe,
- czynniki prawne (bezpieczeństwo obrotu).

Wymienione wyżej czynniki w istotny sposób wpływają na rozwój rynku akcji w Polsce. Niekiedy ich działanie ząbą się, występowanie jednego z nich powoduje w efekcie działanie innego. Dlatego też niektóre czynniki zostały opisane w tym samym punkcie.

Przez czynniki podażowe należy rozumieć te bodźce, które powodują wzrost zainteresowania podmiotów rynkiem kapitałowym, a przez to wzrost liczby instrumentów będących przedmiotem obrotu na rynku akcji. Patrząc na bariery rozwojowe od strony podażowej do najważniejszych czynników wpływających na decydujący sposób na rynek akcji należy zaliczyć:

- politykę prywatyzacyjną rządu,
- wysokie koszty emisji przy wchodzeniu spółek na giełdę,
- czynniki strukturalne (struktura podmiotowa gospodarki),
- czynnik psychologiczny (niechęć akcjonariuszy spółek do upubliczniania wyników finansowych i informacji dotyczących strategii rozwoju),
- koniunktura gospodarcza,
- koniunktura giełdowa.

Rozpatrując czynniki wpływające na rozwój rynku akcji od strony popytowej można wyróżnić:

- koszty obrotu (opłaty transakcyjne i inne),
- ograniczona płynność rynku (*free float*),

- malejąca liczba akcji znajdujących się w wolnym obrocie,
- struktura inwestorów,
- skoncentrowanie obrotu na kilkunastu spółkach o największej kapitalizacji,
- przejście inwestorów indywidualnych z rynku akcji na rynek terminowy,
- prawne ograniczenia możliwości inwestycji w akcje,
 - trwały spadek kapitalizacji giełdy i obrotów,
 - niska skuteczność prawa w ściganiu przestępstw giełdowych,
 - często zmieniające się przepisy podatkowe,
 - wzrost znaczenia finansowania spółek poprzez emisję krótkoterminowych papierów dłużnych.

Polityka prywatyzacyjna rządu

Kluczowy wpływ na rozwój rynku kapitałowego ma prywatyzacja realizowana w trybie oferty publicznej³. W Polsce od 1989 r. tą drogą zostało sprywatyzowanych wiele przedsiębiorstw, których akcje następnie weszły do obrotu giełdowego. Rozwój rynku akcji zależy w dużej mierze od skali przeprowadzanych prywatyzacji. Obecnie w Polsce skala ta jest mała. Spółki prywatyzowane w drodze oferty publicznej, z nielicznymi wyjątkami, są spółkami średniej wielkości, których udział w kapitalizacji giełdy jest niewielki. Większość projektów prywatyzacyjnych, które miały być zrealizowane w 2002 r. zostało przeniesionych na rok 2003. Ostatnią dużą prywatyzacją zrealizowaną w drodze pierwszej oferty publicznej była prywatyzacja spółki PKN Orlen w listopadzie 1999 r.

W 2000 r. tylko jedno przedsiębiorstwo sprywatyzowane przez Skarb Państwa weszło na giełdę. W latach wcześniejszych (2001 i 2002) nie trafiła na giełdę żadna firma. Proces prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych został zahamowany, a przedsiębiorstwa prywatne nie chcą uzyskać statusu spółki giełdowej. Wiąże się to przede wszystkim z kosztami pozyskania kapitału oraz barierą psychologiczną: czynniki te zostaną opisane w dalszej części opracowania. Ponadto prywatne firmy wprowadzane na giełdę są z reguły relatywnie małe. Ze względu na wysokość kosztów pozyskania ka-

³ Oferta publiczna spółek Skarbu Państwa polega na oferowaniu ich akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tabela 2 Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych - IPO oraz ofert publicznych

Rok	Liczba ofert ogółem	Liczba IPO	Wartość ofert publicznych (mld zł)	Wartość IPO (mld zł)	Wartość emisji akcji (mld zł)
1994	54	10	2,090	0,841	1,248
1995	32	6	0,881	0,589	0,293
1996	48	1	1,432	0,032	1,400
1997	90	16	7,921	4,613	3,308
1998	73	14	8,039	4,241	3,798
1999	54	5	4,923	2,418	2,504
2000	62	5	4,072	0,232	3,840
2001	27	1	2,918	0,002	2,916
2002	12	1	2,540	0,009	0,566

Źródło: KPWiG.

piątu bardziej opłacalna staje się emisja dłużnych papierów wartościowych (krótkoterminowych papierów dłużnych - KPD, obligacji komercyjnych). Jakby mało było problemów związanych z samym wejściem na giełdę, dodatkowo w 2002 r. 19 spółek zostało wycofanych z obrotu publicznego, głównie na wniosek emitenta.

W 2002 r. łączna wartość przeprowadzonych emisji akcji wyniosła ponad 566 mln zł, zaś łączna wartość ofert publicznych – ponad 2,5 mld zł. Jak wynika z tabeli 2, systematycznie maleje zarówno wartość ofert publicznych, jak i IPO oraz emisji akcji. Jednym z czynników, który mógłby wpłynąć na poprawę sytuacji na rynku akcji, może być zwiększenie tempa prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych poprzez rynek kapitałowy⁴.

Podobnie kształtuje się sytuacja na świecie. Z danych Światowej Organizacji Giełd (FIBV) wynika, że maleje liczba nowych spółek, których akcje są wprowadzane do obrotu na rynku publicznym. Tendencję tę przedstawia wykres 2.

Wiele spółek giełdowych zostało wycofanych z obrotu giełdowego. W większości przypadków wykluczenie z obrotu nastąpiło na wniosek emitenta. W 2002 r.

⁴ W strategii gospodarczej Rządu „Przedsiębiorczość – rozwój – praca” zostały wyznaczone kierunki rozwoju rynku kapitałowego poprzez prywatyzację spółek Skarbu Państwa w wyniku sprzedaży całości lub części akcji w ofercie publicznej skierowanej do OFE.

w Polsce było 10 takich przypadków. W odniesieniu do trzech spółek ogłoszono upadłość (Łukbut, Beton Stal oraz Leta). Kolejnym powodem wycofywania akcji spółek z obrotu było niewypełnienie obowiązków informacyjnych przez spółkę oraz brak transakcji na danym papierze wartościowym. W konsekwencji spada kapitalizacja giełdy i poziom wskaźnika świadczącego o stopniu rozwoju rynku – relacji kapitalizacji giełdy do PKB⁵.

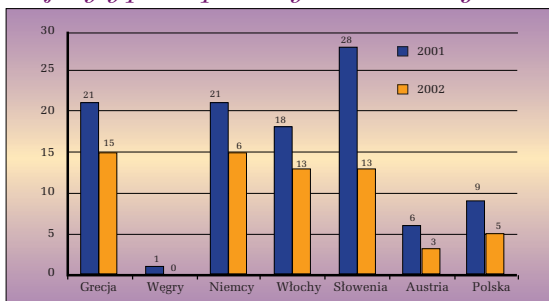
Od początku istnienia rynku akcji w Polsce z obrotu publicznego wycofano 39 spółek, przy czym najwięcej w 2002 r. – 15.

Na rynku od dłuższego czasu brakuje atrakcyjnych ofert publicznych prywatyzowanych spółek Skarbu Państwa. Znaczący wpływ na poprawę sytuacji może mieć przyspieszenie dużych prywatyzacji (LOT, PZU), które byłyby atrakcyjne dla inwestorów instytucjonalnych. Wprowadzenie dużych podmiotów do obrotu publicznego w znacznym stopniu zwiększyłoby również atrakcyjność polskiego rynku dla inwestorów zagranicznych.

Ministerstwo Skarbu Państwa w „Kierunkach prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2003 r.” planuje w 2003 r. sprzedaż w ofercie publicznej mniejszościowych pakietów akcji PKO BP SA, natomiast na przełomie 2003/2004 r. akcji BGŻ SA.

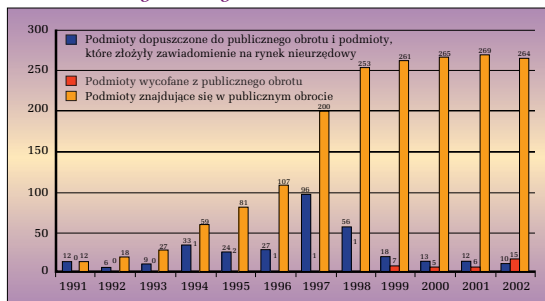
⁵ W 2001 r. kapitalizacja giełdy spadła w stosunku do 2000 r. o 20,5%. W 2002 r. w porównaniu z 2000 r. nastąpił spadek o 15%.

Wykres 2 Liczba spółek krajowych, których akcje były po raz pierwszy notowane na giełdzie



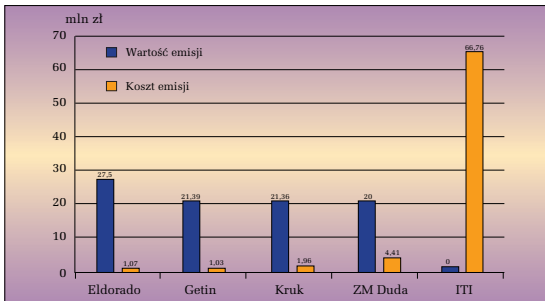
Źródło: Światowa Federacja Giełd (FIBV).

Wykres 3 Liczba podmiotów w publicznym obrocie i wycofanych z obrotu



Źródło: Raport roczny 2002, KPWiG.

Wykres 4 Koszty wejścia na rynek oraz wartość emisji przeprowadzonych w 2002 r.



Źródło: „Puls Biznesu” z dnia 31.12.2002 r., „Dobra firma zawsze znajdzie inwestorów”.

Koszty emisji akcji spółek wchodzących na giełdę

Koszty emisji nie stanowią istotnej bariery rozwojowej, aczkolwiek w pewnym stopniu hamują rozwój rynku akcji. Składają się na nie przede wszystkim koszty sporządzenia prospektu emisyjnego, doradztwa, dystrybucji oraz promocji. Im wyższa jest wartość emisji, tym mniejszy jest udział procentowy kosztów emisji, dlatego też wyjątkowo wysokie są koszty emisji w przypadku spółek małych i średnich. Z tego względu pozyskanie funduszy za pomocą tego rynku może być relatywnie drogie i wręcz nieopłacalne w porównaniu np. z finansowaniem bankowym. Koszty te mogą być jednak znacznie ograniczone, np. poprzez udostępnienie prospektu emisyjnego w formie elektronicznej (zmniejszenie liczby prospektów w formie fizycznej do 50%). Drugim posunięciem rządu, mającym na celu obniżenie kosztów przy emisji akcji, jest zmniejszenie obowiązku zamieszczania skróconej wersji prospektu z dwóch do jednego dziennika ogólnopolskiego. Zmiana ta weszła w życie na podstawie przepisów Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 16 października 2001 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu⁶.

⁶ Dz.U. nr 139, poz. 1568, zm. Dz.U. nr 36 z 2002 r., poz. 328.

Czynniki strukturalne (struktura podmiotowa gospodarki)

Z punktu widzenia rozwoju rynku akcji od strony podażowej istotne znaczenie ma struktura podmiotowa gospodarki. Według danych zawartych w „Raporcie o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2000-2001” wynika, że liczba małych i średniej wielkości przedsiębiorstw wyniosła 99,8% wszystkich działających w kraju przedsiębiorstw. Liczba przedsiębiorstw dużych była natomiast równa 3.071, co stanowiło 0,2% ogólnej liczby przedsiębiorstw. W 2000 r. małe i średnie przedsiębiorstwa wytworzyły 49,4% PKB. Obecnie sektor prywatny wytwarza ponad 65% PKB.

Z wymienionej w tabeli 3 liczby przedsiębiorstw ogółem ponad 90% zaliczało się do sektora prywatnego.

Czynnik psychologiczny

Ze statusem spółki giełdowej łączy się wiele obowiązków informacyjnych. Niechęć zarządów spółek do upubliczniania informacji dotyczących spółki wiąże się z obawą przed zmianą struktury własnościowej spółki oraz działaniami konkurencji. Wprowadzenie akcji spółki do obrotu giełdowego może wiązać się z możliwością jej przejęcia przez inwestora strategicznego. Wymogi informacyjne nakładane na spółki giełdowe mogą, zdaniem niektórych akcjonariuszy, ograniczać swobodę działań. Istotnym problemem pozostaje nadal niski poziom wiedzy udziałowców o zasadach funkcjonowania rynku kapitałowego, jak również ich niewielkie doświadczenie.

Niewątpliwie uzyskanie statusu spółki publicznej wiąże się z pewnymi kosztami. Ale dzięki niemu spółki mogą osiągać określone korzyści. Zalicza się do nich przede wszystkim możliwość zdobycia środków na realizację planów inwestycyjnych, łatwiejszy dostęp do kredytów bankowych oraz wzrost wiarygodności firmy.

Koniunktura gospodarcza i giełdowa

W okresie złej koniunktury prawdopodobieństwo przeprowadzenia z sukcesem oferty pierwotnej jest małe.

Tabela 3 Liczba przedsiębiorstw działających w Polsce w 2000 r. według wielkości

Klasa przedsiębiorstw*	Liczba przedsiębiorstw	Udział (w %)
Małe (0 – 49 zatrudnionych)	1.748.775	99,0
Średnie (50 – 249 zatrudnionych)	14.227	0,8
Razem MSP	1.763.002	99,8
Duże (ponad 249 zatrudnionych)	3.071	0,2
Ogółem	1.766.073	100,0

* - klasyfikacja przedsiębiorstw według wielkości na podstawie przepisów ustawy Prawo działalności gospodarczej z dnia 19 listopada 1999 r.

Źródło: „Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2000-2001”, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości.

Tabela 4 Opłaty jednorazowe ponoszone przez emitentów akcji

GPW	KDPW	KPWIG
Opłata za wprowadzenie akcji do obrotu:	Opłata za nadanie kodu ISIN – 1.000 zł	Opłata za dopuszczenie do obrotu
• rynek podstawowy – 0,03 %	Opłata za uczestnictwo w KDPW – 1.500 zł (roczna)	– nie więcej niż 4.500 EUR
wartości emisji (14.000 zł – 96.000 zł)		
• rynek równoległy - 0,03 %	Opłata za przyjęcie do depozytu	Opłata za wpis do ewidencji –
wartości emisji (8.000 zł – 34.000 zł)	– 0,0155 wartości emisji, ale nie mniej	0,06% wartości emisji,
• rynek wolny – 3.000 zł	niż 2.000 zł jednorazowo i nie więcej niż 150.000 zł	ale nie więcej niż 25.000 EUR

Źródło: GPW, KDPW, KPWiG.

Dlatego też zarządzający nie chcą podejmować ryzyka, że akcje spółki nie znajdą nabywców. Niekorzystna sytuacja na rynku powoduje, że pozyskanie środków finansowych na giełdzie staje się coraz trudniejsze i droższe. W Polsce od chwili załamania się internetowej hossy w 2000 r. występuje tendencja spadkowa, która jest wynikiem przede wszystkim czynników makroekonomicznych (niskie tempo rozwoju gospodarczego, wysoki deficyt budżetowy). Dodatkowo, zła koniunktura gospodarcza oraz niekorzystne przepisy podatkowe powodują, że wyniki finansowe przedsiębiorstw nie są najlepsze. Firmy nie planują inwestycji bądź je ograniczają, co z kolei przekłada się na mniejsze zapotrzebowanie na kapitał.

Malejące zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkami wschodzącymi, w tym polskim rynkiem akcji, jest spowodowane pojawiającymi się kryzysami w Ameryce Łacińskiej oraz wyższą z tego powodu awersją do ryzyka. Jednak nawet w okresie dekonunktury można z sukcesem uplasować emisję akcji. Warunkiem jest takie sformułowanie celu emisji (finansowanie inwestycji, rozwój), aby był on atrakcyjny dla inwestorów. Ponadto duże znaczenie ma wielkość emisji (im większa, tym lepiej) oraz znaczne rozproszenie akcjonariatu.

Koszty obrotu (opłaty transakcyjne i inne)

Opłaty od obrotu papierami wartościowymi mają duży wpływ na obecność inwestorów na rynku. Obejmują one prowizje pobierane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Komisję Papierów Wartościowych i Giełd oraz biura maklerskie.

Giełda pobiera przede wszystkim opłaty transakcyjne, stanowiące zdecydowaną większość przychodów giełdy, oraz opłaty za notowania akcji na parkiecie. KDPW pobiera trzy rodzaje opłat:

- depozytowe (wpis do rejestru uczestników, uczestnictwo, ewidencję oraz za nadanie kodu ISIN),
- rozliczeniowe (od wartości rozliczonych transakcji oraz z tytułu innych czynności),
- specjalne⁷.

⁷ Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Uchwała nr 22/132/02 z dnia 9.12.2002 r.

KPWIG pobiera opłaty za dopuszczenie akcji do obrotu publicznego oraz wpis do ewidencji. Od 2001 r. GPW i KDPW stale obniżają wysokość opłat, rośnie natomiast udział obciążeń ze strony KPWiG w opłatach od obrotu akcjami, pobieranych od Giełdy oraz KDPW⁸. Wysokość tych opłat regulują przepisy Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 6 września 2002 r. w sprawie opłat uiszczanych na podstawie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Według przepisów rozporządzenia, Giełda wpłaca zaliczkę w wysokości 0,0075% wartości transakcji zawieranych na giełdowym rynku regulowanym, natomiast KDPW wpłaca 0,0065% wartości tych transakcji.

Ograniczona płynność rynku

Na ograniczenie płynności rynku mają wpływ przede wszystkim trzy czynniki:

- malejąca liczba akcji znajdujących się w wolnym obrocie (malejący *free float*),
- struktura inwestorów,
- koncentracja obrotu na kilkunastu spółkach o największej kapitalizacji,
- przejście inwestorów indywidualnych z rynku akcji na rynek terminowy.

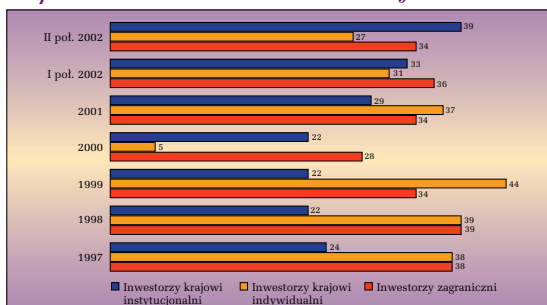
Struktura inwestorów

Od początku istnienia giełdy obrotu na rynku akcji były zdominowane przez inwestorów indywidualnych. Popyt zgłaszany przez krajowych inwestorów instytucjonalnych oraz zagranicznych jest wciąż niedostateczny. Sytuacja ta zmieniła się dopiero w 2002 r., gdy znacząco zmniejszył się udział inwestorów indywidualnych w obrotach. Dominującą grupą stali się krajowi inwestorzy instytucjonalni. Wzrósł również udział inwestorów zagranicznych.

W 2002 r. znacznie zmniejszyła się baza inwestorów indywidualnych. Wycofują się oni z giełdy pod wpływem powszechnie panującej opinii o wpływie

⁸ Zgodnie z ustawą Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, koszty działalności Komisji Papierów Wartościowych i Giełd pokrywane są z opłat wnoszonych przez GPW oraz KDPW. Wcześniej koszty te były pokrywane z kwot przekazanych z budżetu państwa oraz ze środka specjalnego.

Wykres 5 Struktura obrotów akcjami na GPW



Źródło: GPW.

funduszy emerytalnych na *free float* oraz kursy akcji. Duży wpływ na taką sytuację ma również ogólne zubożenie społeczeństwa na skutek wzrostu bezrobocia. Ponadto zdecydowana większość inwestorów indywidualnych zrezygnowała z inwestycji na giełdzie ze względu na propozycje Ministra Finansów dotyczące opodatkowania dochodów kapitałowych od osób fizycznych. Można oczekiwać, że przy panującej obecnie bessie wprowadzenie podatku od zysków z inwestycji w akcje spowoduje dalsze wycofywanie się osób fizycznych z GPW. Polski rynek akcji staje się coraz płytszy.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) od pewnego czasu zbierało podpisy pod protestem przeciwko wprowadzeniu podatku giełdowego. SII jest zdecydowanie przeciwne opodatkowaniu zysków giełdowych, ponieważ może doprowadzić to w konsekwencji do 25% spadku obrotów realizowanych przez inwestorów indywidualnych i dalszego osłabienia rynku akcji.

Ograniczona liczba akcji znajdujących się w wolnym obrocie (malejący *free float*)

Dużym problemem okazał się malejący *free float*. Jednocześnie brak podaży akcji nowych spółek oraz mała liczba akcji znajdujących się w wolnym obrocie mogą powodować, że zawarcie dużych transakcji wpłynie na cenę papieru wartościowego. Niski *free float* i brak podaży powodują odpływ inwestorów z warszawskiej giełdy.

Coraz większy wpływ na zmniejszanie się płynności rynku mają inwestycje otwartych funduszy emery-

talnych, funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych. Aktywa funduszy emerytalnych, stale rosnące z uwagi na napływ nowych środków ze składek członkowskich, są w pewnej części lokowane na giełdzie. Wartość akcji w portfelach OFE na koniec marca 2003 r. wyniosła 8,07 mld zł, co stanowiło 8% kapitalizacji giełdy i około 25% całkowitego *free float*. Fundusze inwestycyjne, które wzbudziły ogromne zainteresowanie po wprowadzeniu tzw. podatku Belki, zwiększyły znacząco aktywa i zaczęły odgrywać poważną rolę na warszawskim parkiecie. Wartość aktywów netto OFE, TFI oraz towarzystw ubezpieczeniowych przedstawia tabela 5.

Jak wynika z tabeli 5, otwarte fundusze emerytalne stają się znaczącym inwestorem instytucjonalnym na polskim rynku akcji. Zgodnie z limitami inwestycyjnymi zawartymi w Rozporządzeniu RM z dnia 12 maja 1998 r., OFE mogą lokować do 40% wartości swoich aktywów w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym. Według szacunków PTE Nationale Nederlanden, w 2004 r. przy całkowitej wartości aktywów wszystkich OFE wynoszących 90 mld zł ich udział we *free float* wyniesie 51%⁹.

Zmniejszający się udział akcji w wolnym obrocie to również efekt strategii inwestycyjnej prowadzonej przez OFE. Jako inwestorzy długoterminowi stosują oni politykę inwestycyjną typu „kup i trzymaj”. Ze względu na ograniczoną podaż spółek o dużej kapitalizacji oraz powyższą strategię płynność rynku zmniejsza się znacząco i trwałe.

Innym inwestorem instytucjonalnym, który odgrywa ważną rolę na rynku giełdowym, są fundusze inwestycyjne. Ich liczba w ostatnich latach znacznie wzrosła. Na koniec grudnia 2002 r. działało 10 towarzystw funduszy inwestycyjnych, zarządzających łącznie 124 funduszami. Ich łączne aktywa netto wyniosły 22,04 mld zł, a akcje będące w ich posiadaniu warte były 1,21 mld zł.

Oprócz wyżej wymienionych podmiotów na rynku kapitałowym działają towarzystwa ubezpieczeniowe. Jednak ich inwestycje na rynku akcji podlegają wielu ograniczeniom. Ubezpieczyciele mogą lokować

⁹ „Biuletyn IGTE” nr 2/2002.

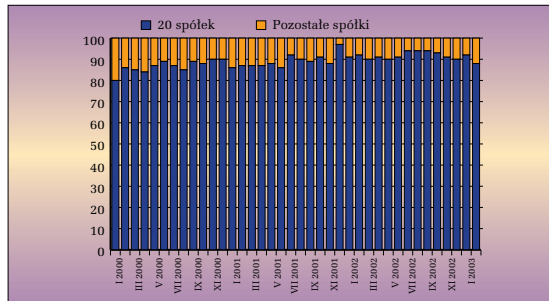
Tabela 5 Wartość aktywów netto OFE, TFI oraz towarzystw ubezpieczeniowych (w mln zł)

	1999	2000	2001	2002
Otwarte fundusze emerytalne	2.247,9	9.921,2	19.409,4	31.564,6
Dynamika (%)		441,4	195,6	162,6
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	3.152,0	7.098,0	12.121,4	23.000,0
Dynamika (%)		225	171	190
Towarzystwa ubezpieczeniowe	28.935,1	37.926,8	47.281,2	b.d.
Dynamika (%)		131,	124,7	b.d.

Uwaga: powyższe dane dotyczą wartości na koniec poszczególnych lat.

Źródło: Biuletyn informacyjny CeTO, kwiecień 2003 r.

Wykres 6 Obroty miesięczne akcjami spółek notowanych na GPW (w %)



Źródło: GPW.

nie więcej niż 30% funduszu ubezpieczeniowego w akcje spółek dopuszczonych do publicznego obrotu.

W efekcie malejącego *free float* zwiększa się ryzyko inwestowania w akcje, ponieważ może pojawić się problem ze zbyciem większego pakietu papierów wartościowych po godziwej cenie.

Koncentracja obrotu na największych spółkach

Istotnym problemem GPW jest wysokie skoncentrowanie obrotów na największych i najbardziej płynnych spółkach, wchodzących w skład indeksu WIG20. Około 80% handlu skupia się na akcjach 10 z 210 spółek notowanych na giełdzie.

Wysoka koncentracja obrotu wynika z braku nowych emisji dokonywanych przez duże spółki, w których akcje mogłyby inwestować podmioty instytucjonalne i zagraniczne. Wartość spółek z rodowodem prywatnym jest natomiast zazwyczaj niewielka w stosunku do wymaganej przez inwestorów instytucjonalnych.

Przejęcie inwestorów z rynku akcji na rynek terminowy

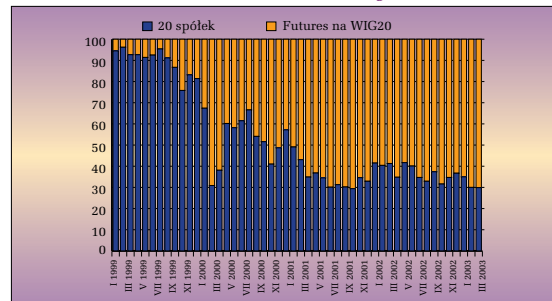
Od I półrocza 2001 r. na GPW występuje zjawisko polegające na przenoszeniu się inwestorów indywidualnych z rynku akcji na rynek kontraktów terminowych na indeks WIG20. W ostatnim okresie ten segment rynku terminowego charakteryzował się znacznie większą płynnością niż rynek instrumentu bazowego. Inwestorów indywidualnych przyciągnęła na rynek również wizja szybkich i wysokich zysków, o wiele większych niż na rynku akcji. Ponadto na rynku terminowym inwestorzy mogą osiągać zyski podczas spadku cen kontraktów, w zależności od zajmowanej pozycji.

Bezpieczeństwo obrotu

Nieskuteczność prawa w ściganiu przestępstw giełdowych

Mała skuteczność prawa czy wręcz bezkarność uczestników przestępstw giełdowych powodują spadek za-

Wykres 7 Obroty kontraktami futures na WIG20 i obroty akcjami wchodzącymi w skład indeksu WIG20 notowanych na GPW



Źródło: GPW.

ufania do instytucji rynku kapitałowego. KPWiG skierowała do prokuratury 367 zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, z czego tylko w 4 sprawach wydano wyroki. Instytucje nadzoru nad obrotem papierami wartościowymi nie są w stanie przeciwdziałać manipulacjom kursami akcji oraz wykorzystywaniu informacji poufnych. KPWiG ma ograniczone uprawnienia w zakresie ścigania przestępstw na rynku kapitałowym. Może ona jedynie złożyć do prokuratury zawiadomienie o podejrzeniu popełnienia przestępstwa. Prokuratura po przeprowadzeniu śledztwa może skierować sprawę do sądu.

W efekcie, od 2000 r. na GPW stale obserwuje się wycofywanie inwestorów indywidualnych z rynku akcji.

Niestabilność przepisów podatkowych

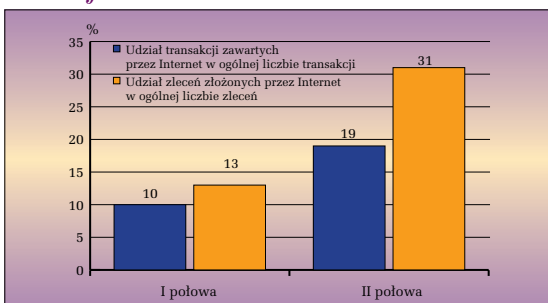
Dużym problemem dla polskiego rynku kapitałowego jest brak stabilności i przejrzystości regulacji podatkowych. Inwestorzy powinni być informowani o zmianie przepisów z odpowiednim wyprzedzeniem.

Z końcem grudnia 2003 r. tracą moc przepisy o zwolnieniu z podatku dochodowego od osób fizycznych z tytułu osiągnięcia zysków z akcji. Do chwili obecnej nie zostały ogłoszone nowe regulacje. Ministerstwo Finansów w swoim programie naprawy finansów publicznych proponuje, żeby podatek od dochodów kapitałowych wyniósł 19%. Podatek ten obowiązywałby od początku 2004 r. Wprowadzenie opodatkowania zysków z inwestycji w akcje może przyczynić się do dalszego wycofywania się z giełdy inwestorów indywidualnych. Dlatego też celowa wydaje się czasowa rezygnacja z propozycji opodatkowania zysków kapitałowych osiąganych przez podmioty indywidualne.

Wzrost finansowania spółek za pomocą nieskarbowych papierów dłużnych

Ze względu na wcześniej poruszane problemy związane z rynkiem akcji systematycznie wzrasta zainteresowanie przedsiębiorstw emisją papierów dłużnych jako

Wykres 8 Wykorzystanie Internetu w obrocie akcjami w 2002 r.



Źródło: GPW.

alternatywną formą pozyskiwania kapitału. Forma ta staje się konkurencyjna wobec emisji akcji ze względu na niższe koszty. Największy udział w rynku pozaskarbowych papierów dłużnych ma rynek krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD). W 1998 r. wielkość emisji bonów komercyjnych wyniosła 5,6 mld zł, natomiast w 2002 r. – 11,5 mld zł. Wzrasta również zainteresowanie emisją papierów dłużnych o zapadalności powyżej 1 roku. Wartość emisji tych papierów w 2002 r. wyniosła 6,1 mld zł. Dla porównania łączna wartość emisji akcji w 2002 r. wyniosła 0,6 mld zł.

Zakończenie

Instytucje rynku kapitałowego, takie jak GPW, KDPW oraz KPWiG, a także rząd podejmują wiele działań, które mają pomóc w przezwyciężaniu istniejących barier w rozwoju polskiego rynku akcji. Do działań tych należy zaliczyć przede wszystkim prace nad nowelizacją ustaw:

- Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- ustawy o funkcjonowaniu funduszy inwestycyjnych,
- ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

Dzięki nowym regulacjom rynek publiczny stanie się bardziej dostępny również dla małych i średnich przedsiębiorstw. Prowadzone są na szeroką skalę kampanie edukacyjno-informacyjne skierowane właśnie do tych podmiotów gospodarczych (program „e-MSP”).

Na przełomie 2000 i 2001 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie przygotowała strategię rozwoju, określając działania mające na celu zmniejszenie barier rozwojowych i zagrożeń przy wykorzystaniu jej obecnego potencjału. Strategia GPW składa się z trzech podstawowych celów strategicznych:

- misji giełdy,
- długoterminowych celów strategicznych,
- zadań strategicznych.

Podstawowym założeniem misji GPW jest zapewnienie przejrzystego i efektywnego obrotu giełdowego, charakteryzującego się wysoką jakością usług świadczonych przez giełdę. Spośród długoterminowych celów strategicznych należy wymienić przede wszystkim utrzymanie wysokiej pozycji GPW w Europie Środkowo-Wschodniej. Zadania strategiczne obejmują natomiast 16 inicjatyw strategicznych oraz 3 zadania kompleksowe. Inicjatywy strategiczne obejmują 3 kategorie:

- budowanie podaży,
- zwiększanie popytu,
- wzmocnienie infrastruktury.

Budowanie podaży ma być osiągnięte poprzez aktywną kampanię marketingową związaną z ofertami publicznymi (pierwotnymi i wtórnymi) oraz uproszczenie wymagań i procesu emisji. W celu zwiększenia popytu Giełda planuje między innymi promowanie obrotu akcjami z wykorzystaniem platformy internetowej. W II połowie 2002 r. nastąpił silny wzrost znaczenia Internetu w obrotach akcjami na GPW.

Realizacja inicjatyw strategicznych według założeń strategii ma być zakończona do 2004 r.

W związku z postępującą globalizacją rynków finansowych warszawska giełda stoi przed wieloma ważnymi zmianami. Muszą one nastąpić w stosunkowo krótkim czasie, ponieważ giełdom wielkości GPW grozi marginalizacja. W celu zapobieżenia temu zjawisku Giełda planuje nawiązać współpracę z giełdami europejskimi. W lutym 2002 r. GPW podpisała z Euronextem umowę o wzajemnym członkostwie. Nawiązano również współpracę z Narodową Giełdą Litewską¹⁰.

26 marca 2002 r. Rada Ministrów przyjęła dokument *Zarys strategii rozwoju rynku kapitałowego*, który obejmuje trzy główne obszary:

- integrację z Unią Europejską,
- wykorzystanie potencjału OFE,
- rozwój publicznego rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału.

Dokument ten jest uszczegółowieniem celów zawartych w programie gospodarczym rządu „Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca”. W ramach celu „integracja z Unią Europejską” zasadniczym zadaniem jest utrzymanie osiągniętej harmonizacji przepisów regulujących polski rynek kapitałowy z dyrektywami Unii Europejskiej. Znaczna część zadań z tej dziedziny została już wykonana. Ponadto ważne jest ukształtowanie odpowiedniej struktury własnościowej GPW oraz KDPW, a także zasad działania tych instytucji tak, aby mogły prawidłowo działać w warunkach konkurencji na rynku Unii Europejskiej. W ramach celów integracyjnych zapisano również wzmocnienie nadzoru nad rynkiem kapitałowym oraz współpracę w zakresie ścigania przestępstw związanych z tym rynkiem.

¹⁰ Porozumienie o współpracy zostało podpisane 9 sierpnia 2001 r.

W punkcie „wykorzystanie potencjału OFE” duży nacisk położono na zwiększenie kapitalizacji i płynności giełdy, co ma być osiągnięte poprzez prywatyzację dużych podmiotów i kierowanie części tych ofert bezpośrednio do OFE. Dzięki nowelizacji przepisów dotyczących funkcjonowania i strategii inwestycyjnych funduszy emerytalnych ma wzrosnąć ich rola jako ważnych inwestorów instytucjonalnych.

W kategorii „rozwój publicznego rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału” zasadnicze znaczenia ma przygotowanie stabilnych rozwiązań podatkowych oraz usprawnienie ścigania przestępstw na rynku kapitałowym.

Oprócz Giełdy działalność edukacyjną prowadziła również KPWiG. Jej przedstawiciele wzięli udział w licznych konferencjach poświęconych rozwojowi rynku kapitałowego w Polsce.

KDPW przyczynia się również do częściowego pokonania barier w rozwoju rynku akcji w Polsce, poprzez systematyczne obniżanie opłat pobieranych od uczestników rynku. Zostały zmniejszone przede wszystkim opłaty za rozliczanie transakcji zawartych na rynku regulowanym oraz za ewidencjonowanie obrotu.

Zmiany w funkcjonowaniu rynku kapitałowego w dużej mierze zależą od przepisów ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Obecnie trwają prace nad nowelizacją obowiązujących przepisów. Propozycje zmian dotyczą przede wszystkim trzech obszarów:

- działalności maklerskiej,
- przestępstw na rynku kapitałowym,
- zasad przejmowania dużych pakietów akcji.

Szczególnie ważną sprawą jest propozycja rozszerzenia uprawnień Komisji Papierów Wartościowych i Giełd dotyczących ścigania przestępstw na rynku akcji. Komisja stara się o uzyskanie uprawnień do nakładania kar pieniężnych na osoby manipulujące kursami akcji. Dzięki proponowanym zmianom pojawi się szansa na wzrost efektywności wykrywania i ścigania przestępstw na rynku kapitałowym.

Do rozwoju rynku kapitałowego może się również przyczynić projekt ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz o otwartych funduszach emerytalnych. Zniesienie pewnych ograniczeń w inwestowaniu przez te podmioty może wpłynąć na zwiększenie popytu na papiery wartościowe.