



You have downloaded a document from  
**RE-BUŚ**  
repository of the University of Silesia in Katowice

**Title:** Rozwój rynku kapitałowego w Polsce

**Author:** Mirosław Czerwiński

**Citation style:** Czerwiński Mirosław. (1995). Rozwój rynku kapitałowego w Polsce. W: M. Syrek (red.), "Przeobrażenia w urynkowieniu polskiej gospodarki" (S. 109-118). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI  
W KATOWICACH



Biblioteka  
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki  
i Szkolnictwa Wyższego

Miroslaw CZERWIŃSKI

## Rozwój rynku kapitałowego w Polsce

### 1. Rok 1993 — przełomowy dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce

Oceniając za kilka lub kilkanaście lat rozwój rynku kapitałowego w Polsce, z niewielkim ryzykiem można powiedzieć już teraz, że rok 1993 będzie uznany za przełomowy. Jedenastokrotny wzrost wartości Warszawskiego Indeksu Giełdowego, kilkudziesięciokrotny wzrost wartości obrotów na sesję, ponad dziesięciokrotny wzrost liczby zleceń składanych na sesję przy trzech notowaniach w tygodniu — to najkrótszy bilans roku 1993 dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Trwająca w zasadzie przez cały rok *hossa* (z wyjątkiem kilku korekt) spowodowała olbrzymi wzrost cen wszystkich walorów notowanych na giełdzie.

Za szybkim wzrostem cen szły w górę wszystkie wskaźniki przyjęte do ilustracji syntetycznego obrazu tego, co dzieje się na giełdzie. Najpopularniejszy współczynnik cena/zysk (P/E), wynoszący w styczniu średnio ok. 3, na ostatniej grudniowej sesji przekroczył 33. Kapitalizacja warszawskiej giełdy wzrosła z niecałych 5 bln zł do blisko 50 bln zł. Wartość rynkowa niektórych spółek (czyli tzw. wskaźnik P/BV) przewyższała w grudniu 8—10-krotnie swoją wartość księgową.

Wszystko to sprawiło, że giełda warszawska została uznana przez „Financial Times”, najbardziej prestiżowy europejski dziennik finanso-

Tabela 1  
**Wzrost cen akcji spółek  
 notowanych na wszystkich 152 sesjach w 1993 roku**

Nazwa spółki	Cena w tys. zł		Zmiana roczna %
	4 stycznia 1993	30 grudnia 1993	
BIG	31	150	383,9
BRE	191	2 215	1 059,7
Elektrim	100	1 640	1 540,0
Exbud	56	255	355,4
Irena	48	1 185	2 368,8
Kable	33	400	1 112,1
Krosno	24,5	565	2 206,1
Mostostal Exp.	151	1 350	794,0
Okocim	105	1 135	981,0
Próchnik	36	550	1 427,8
Swarzędz	37	320	764,9
Tonsil	27	395	1 363,0
Universal	12,5	203	1 524,0
Wedel	189	2 870	1 418,5
Wólczanka	35	520	1 385,7
Żywiec	125	2 000	1 500,0

Źródło: „Rzeczpospolita” z 31 grudnia 1993 — 2 stycznia 1994, nr 305.

wy, za „gwiazdę” giełd światowych w 1993 r.<sup>1</sup> Z kolei londyński miesięcznik finansowy „Euromoney” umieścił GPW na 8 miejscu w rankingu 50 najlepiej rozwijających się giełd na świecie (nie brano pod uwagę 20 najbardziej rozwiniętych giełd świata)<sup>2</sup>. Trudno się temu dziwić, skoro z obliczeń Międzynarodowej Korporacji Finansowej — będącej agendą Banku Światowego — wynika, że giełda warszawska osiągnęła (licząc w dolarach) w 1993 r. najwyższy wskaźnik wzrostu cen akcji, wynoszący 717% (na drugiej w kolejności giełdzie tureckiej wzrost ten wyniósł „tylko” 211%, na trzeciej, filipińskiej — 152%)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Zob. raport Financial Times „Emerging Markets”, poświęcony tzw. „wschodzącym giełdom” z 7 lutego 1994 r.

<sup>2</sup> Por. „Rzeczpospolita” z 3 stycznia 1994 r., nr 1.

<sup>3</sup> Por. „Życie Gospodarcze” 1994, nr 11. W celu porównania można pokazać zestawienie wzrostu cen akcji w dolarach na największych giełdach światowych,

Podobnych danych statystycznych można podać jeszcze wiele. Nie dadzą nam one jednak odpowiedzi na najważniejsze, kryjące się w tle pytanie: czy rok 1993 zdecydował już o przyszłym obliczu polskiego systemu finansowego? Czy będzie on od tej pory ewoluował w stronę modelu anglosaskiego, gdzie rynki kapitałowe są głównym źródłem pozyskiwania nowych funduszy, czy w stronę modelu, gdzie podstawową rolę będzie jednak odgrywał system kredytowo-bankowy? Zanim jednak pokusimy się o próbę odpowiedzi na to pytanie, należy wcześniej porównać wskaźniki charakteryzujące GPW z innymi giełdami światowymi, bo tylko wówczas uzyskamy bardziej obiektywny obraz. Wreszcie trzeba przypomnieć, że interpretacja wskaźników giełdowych wcale nie jest taka jednoznaczna, np. niski wskaźnik P/E (wskaźnik cena/zysk) wcale nie musi być znakiem dla inwestorów świadczącym o możliwości szybkiego wzrostu ceny danej akcji. Od uporządkowania tych pojęć należy zacząć.

## 2. Najważniejsze wskaźniki giełdowe i ich interpretacja

### 2.1. Wskaźnik cena/zysk (P/E — *price/earnings*)

Wskaźnik ten oblicza się, dzieląc aktualną cenę rynkową akcji przez zysk netto danej spółki przypadający na jedną akcję, uzyskany w ostatnich dwunastu miesiącach. P/E informuje, ile kapitału trzeba wyłożyć

sporządzone przez Morgan Stanley International Perspective w Genewie (podają za Z. K o m a r: *Sztuka inwestowania*, Warszawa 1994, s. 273):

Kraj	31 grudnia 1992	31 grudnia 1993	Zmiana w %
Hong Kong	2 814	5 907	109,9
Malezja	203	421	107,3
Finlandia	45	82	81,3
Singapur	1 494	2 472	65,5
Szwajcaria	747	1 076	44,0
Szwecja	858	1 163	35,6
Niemcy	516	690	33,6
Australia	207	273	32,0
Dania	709	933	31,7
Holandia	670	881	31,5
Austria	803	1 617	26,7
Włochy	150	189	26,6
Hiszpania	111	139	25,7
Japonia	2 225	2 773	24,6
Wlk. Brytania	532	642	20,6
Francja	539	642	19,0
Kanada	318	366	15,1
USA	407	435	7,0

na jednostkę zysku osiąganego przez emitenta w ciągu roku. Wbrew pozorom interpretacja tego wskaźnika nie jest wcale jednoznaczna. Wydawałoby się bowiem, że im niższa jest jego wartość, tym bardziej opłacałoby się daną akcją kupować. Taka przynajmniej jest opinia większości polskich inwestorów. Tymczasem utrzymywanie się niskiego wskaźnika P/E dla danych walorów powinno zastanowić. Mianowicie, jeśli na takie akcje nie pojawił się dodatkowy popyt, podnoszący ich cenę i zrównujący ich wskaźnik z innymi, to można przypuszczać, że wysoki dochód był przejściowy i niepewny. Z kolei wysoki P/E wcale nie musi być sygnałem, że akcje są przewartościowane i kupując je, mocno przepłacamy. Przykładem może tu być średni wskaźnik P/E 30 spółek, będących podstawą do obliczenia indeksu Dow Jonesa dla giełdy nowojorskiej. Otóż jego wielkość jest ponad dwukrotnie wyższa od średniego P/E obliczonego dla całego rynku. Informacja będzie pełna, gdy dodamy, że te 30 spółek to tzw. *blue chipsy*, czyli akcje wiodących przedsiębiorstw, które uważa się za lokaty o małym stopniu ryzyka. Trzeba wreszcie pamiętać, że do obliczenia wskaźnika P/E dla akcji danej firmy bierze się informację o jej zyskach, jakie już uzyskała, nie daje to jednak żadnej pewności co do jej zysków przyszłych.

## 2.2. Wskaźnik cena/wartość księgową (P/BV *price/book value*)

Wskaźnik ten porównuje wartość księgową danej firmy z jej wartością rynkową. Wartość księgową jednej akcji oblicza się, odejmując długi i zobowiązania firmy od wartości jej aktywów i dzieląc otrzymany wynik przez liczbę wyemitowanych akcji. Wartość rynkową, czyli cenę akcji, kształtuje rynek. Niska wartość wskaźnika P/BV — mniejsza od 1 — oznacza, że rynek nie ocenia wysoko efektywności wykorzystania majątku spółki. Wskaźnik wyższy od 1 oznacza, że cena rynkowa spółki jest większa od jej teoretycznej, księgowej wartości. Wskaźnik P/BV mówi nam o rynkowym oszacowaniu majątku spółki i przypomina, że wartość księgową firmy niekoniecznie reprezentuje jej wartość rzeczywistą (rynkową).

## 2.3. Stopa dywidendy (*dividend yield*)

Co roku walne zgromadzenie akcjonariuszy danej spółki decyduje o podziale wypracowanego zysku. Może — wcale jednak nie musi (może bowiem cały zysk przeznaczyć na inwestycje) — przeznaczyć część zysku

na wypłacenie akcjonariuszom dywidendy. Stopę dywidendy obliczamy, dzieląc wartość rocznej dywidendy przez ostatnią wartość rynkową akcji. Niski *dividend yield* sugeruje, że mamy do czynienia ze spółką szybko rozwijającą się, która większość wypracowanego zysku przeznaczą na inwestycje. Z kolei wysokie wypłacane dywidendy mogą świadczyć o dobrej sytuacji finansowej firmy, ale też i o przykładaniu mniejszego znaczenia do jej dalszego rozwoju.

## 2.4. Rynkowa kapitalizacja (*market capitalization*)

Jest to całkowita wartość akcji, liczona po aktualnych cenach rynkowych. Rynkową kapitalizację oblicza się dla jednej spółki, danego sektora giełdy bądź całej giełdy, mnożąc liczbę wyemitowanych akcji przez aktualną cenę rynkową jednej akcji. Jest ona pomocna przy porównaniach spółek bądź całych giełd. Najczęściej na podstawie porównywania dawnej i aktualnej rynkowej kapitalizacji konstruowane są indeksy giełdowe. Dotyczy to takich indeksów, jak: FTSE-100 dla giełdy londyńskiej, DAX-30 dla giełdy niemieckiej, Standard and Poor's 500 dla giełdy nowojorskiej (Dow Jones porównuje jedynie zmiany cen akcji) czy wreszcie Warszawskiego Indeksu Giełdowego.

## 3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie na tle innych giełd światowych

Znając interpretację podstawowych wskaźników giełdowych, możemy porównać giełdę warszawską w jej przełomowym roku z innymi giełdami.

Dane zawarte w tabelach 2 i 3 zmuszają do refleksji. Jeżeli nawet zgodnie uznamy, że rok 1993 był przełomowy dla rozwoju rodzimego rynku kapitałowego, to przedstawione zestawienia uświadamiają nam, jak wielki dystans dzieli nas od rynków w pełni rozwiniętych. Jedynymi wskaźnikami, zbliżającymi nas do giełd światowych, są wskaźniki P/E i P/BV. Paradoksalnie jednak świadczą one wyraźnie o niedojrzałości warszawskiej giełdy. W przypadku wskaźnika P/E trudno co prawda o jednoznaczne stwierdzenia. Widzimy bowiem, że na porównywalnych rynkach sytuacja może być odmienna: dla Stanów Zjednoczonych

Tabela 2  
Niekóre giełdy światowe w 1993 roku

Giełda	Liczba notowanych spółek	Spółki krajowe	Spółki zagraniczne	Wartość obrotów w mln dol.
Londyn	2 412	1 927	48	857 330,9
Nowy Jork	1 946	1 788	158	2 283 389,6
Tokio	1 775	1 667	108	792 976,7
Frankfurt	1 297	664	633	594 943,1
Paryż	934	726	208	171 780,1
Amsterdam	482	239	243	67 019,7
Madryt	378	374	4	42 468,4
Stambuł	160	160	0	15 999,1
Wiedeń	155	111	44	7 296,8
Helsinki	58	57	1	7 859,2
Warszawa	22	22	0	3 651,4

Z r ó d ł o: „Rzeczpospolita” z 6 lipca 1994, nr 155.

Tabela 3  
Najważniejsze wskaźniki giełdowe  
dla niektórych rynków kapitałowych na przełomie 1993/1994

Kraj	Rynkowa kapitalizacja w mld dol. na koniec kwietnia 1994	P/E	P/BV	Dividend yield
USA	4 599	23,0	2,68	2,8
Japonia	3 477	70,4	2,07	0,9
Wlk. Brytania	1 115	20,5	2,52	3,6
Niemcy	475	28,4	2,26	2,4
Francja	472	27,5	1,75	2,8
Kanada	282	78,1	1,82	2,4
Szwajcaria	273	20,5	2,34	1,5
Hongkong	266	19,3	2,83	2,6
Włochy	203	34,1	1,45	1,8
Australia	202	19,5	1,81	3,0
Holandia	188	19,4	1,99	3,2
Malezja	177	32,7	4,02	1,0
Singapur	130	23,2	1,99	1,2
Hiszpania	122	20,5	1,60	3,3
Szwecja	116	35,9	2,51	1,0
Dania	45	27,4	2,53	1,0
Finlandia	31	54,7	1,35	0,6
Polska	3,9	33,2	4,85	0,34

Z r ó d ł o: zestawienie własne na podstawie: „Rzeczpospolita” z 31 grudnia 1993 – 2 stycznia 1994, nr 305; magazyn „Fortune” z 27 czerwca 1994 (za „Rzeczpospolita” z 18–19 czerwca 1994, nr 140); raport Morgan Stanley International Investment Research z 21 stycznia 1994 r.

wskaźnik ten wynosi nieco powyżej 20, dla Japonii z kolei sięga 70. Przyjmuje się jednak, że na „wschodzącym rynku” wskaźnik ten nie powinien przekraczać 15—20<sup>4</sup>. Oznacza to, że wskaźnik P/E dla GPW w Warszawie, wynoszący powyżej 30, jest wynikiem jednorazowej „eksplozji cenowej” i będzie raczej trwale dużo niższy od 30. Zdaniem niektórych polskich ekspertów powinien mieścić się w przedziale 10—15<sup>5</sup>.

Z kolei wysokość wskaźnika P/BV, sięgająca 5 — co oznaczałoby, że wartość rynkowa firm notowanych na giełdzie pięciokrotnie przewyższa ich wartość księgową — jest stanowczo za wysoka i stanowi prostą konsekwencję wspomnianej już wcześniej „eksplozji cenowej”. Ten gwałtowny wzrost cen sprawił również, że tak niski jest wskaźnik *dividend yield*. Olbrzymie zyski, jakie inwestorzy osiągnęli na skutek *hossy* cenowej, były powodem, że władze spółek niewielką wagę przywiązywały do wypłacania akcjonariuszom dywidend, bo nawet przy największych dochodach firmy byłyby one nieporównywalnie niskie w stosunku do wzrostu cen samych akcji. Taka sytuacja jest nie do utrzymania na dłuższą metę.

Wypłacana dywidenda musi z biegiem czasu stać się bardzo ważnym czynnikiem skłaniającym inwestorów do nabywania poszczególnych akcji. Warto w tym miejscu dodać, że spośród zaprezentowanych wskaźników właśnie *dividend yield* uznaje się na zachodnich rynkach kapitałowych za najważniejszy. Bardzo często w wielu zachodnich firmach dywidenda ma stałą wysokość, co oznacza pewność dochodu dla akcjonariuszy nawet w przypadku przejściowych strat ponoszonych przez daną spółkę. Pamiętajmy bowiem, że wskaźnikami takimi jak P/E czy P/BV można manipulować, mając sprawnych księgowych, podczas gdy wypłacona dywidenda to prawdziwe pieniądze, a nie liczby w bilansie firmy, dotyczące w dodatku czasu minionego<sup>6</sup>.

Wysokość obrotów giełdy warszawskiej jest porównywalna z obrotami giełdy wiedeńskiej czy helsińskiej, które zaliczane są do mniejszych giełd europejskich (podobnie jak giełdy w Lizbonie czy Atenach). Gdy jednak porównamy, o ile więcej spółek notowanych jest na tamtych rynkach, może to jedynie oznaczać, że ten wielokrotnie bardziej intensywny obrót polskimi akcjami jest zasługą czystej gry spekulacyjnej.

<sup>4</sup> Tak uważają eksperci renomowanego banku inwestycyjnego Morgan Stanley, zob. „Gazeta Wyborcza” z 22 lutego 1994 r., nr 44.

<sup>5</sup> Por. „Rzeczpospolita” z 27 czerwca 1994 r., nr 147 (wypowiedź prezesa giełdy Wiesława Rozłuckiego).

<sup>6</sup> Por. Z. Komar: *Sztuka spekulacji*. Warszawa 1993, s. 141.



Tak zresztą będzie dopóty, dopóki przeważać będą drobni inwestorzy i ich spekulacyjny kapitał<sup>7</sup>.

Dopiero spojrzenie na liczbę notowanych spółek, a zwłaszcza na ich łączną kapitalizację rynkową pokazuje właściwe relacje. Do tego trzeba dodać jeszcze jedno wymowne porównanie. Za prawdziwą miarę rozwoju rynku kapitałowego uważa się relację kapitalizacji giełdy do produktu narodowego brutto. W krajach rozwiniętych wskaźnik ten wynosi 70—90%. Dla Polski kształtuje się w okolicach 3,5%<sup>8</sup>.

#### 4. Perspektywy rozwoju rynku kapitałowego w Polsce

Czy to „statystyczne sprowadzenie na ziemię” ma oznaczać, że zamiast euforii roku 1993 powinniśmy uznać raczej Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie za kasyno gry? Na pewno nie. Pamiętajmy, że w okresie kilku lat nie można stworzyć rynku kapitałowego, lecz tylko powołać pewne jego instytucje<sup>9</sup>. Taką instytucją, będącą wciąż w początkowym stadium rozwoju, jest giełda warszawska. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na bardzo charakterystyczną cechę tworzenia w Polsce gospodarki rynkowej. Trudno o bardziej rynkową instytucję niż giełda. O ile w przypadku najstarszych giełd światowych, takich jak nowojorska czy londyńska, kształtowały się one w sposób żywiołowy, później dopiero coraz ściślej regulowane były przepisami administracyjnymi, o tyle zupełnie odwrotnie wygląda proces kształtowania się rynku kapitałowego w Polsce. Najpierw zostały stworzone instytucjonalne i prawne ramy jego funkcjonowania, których strzeże organ administracji państwowej, jakim jest Komisja Papierów Wartościowych, a dopiero w następstwie tych uregulowań kształtuje się rynek obrotu papierami wartościowymi w Polsce. Charakterystyczne jest, jak znaczną i pozytywną rolę może odgrywać państwo w kształtowaniu infrastruktury rynkowej. W tym aspekcie przeciwstawianie rozwiązań centralnych, rządowych rozwiązaniom rynkowym nie jest właściwe.

<sup>7</sup> W 1993 r. inwestorzy indywidualni mieli otwartych ok. 750 tys. rachunków inwestycyjnych. Inwestorem instytucjonalnym był na dobrą sprawę tylko Pioneer, bo o wielkości zaangażowania banków brak jest dokładnych informacji. Wielkość udziału inwestorów zagranicznych szacowano w rocznym sprawozdaniu giełdy na 20—25% wszystkich akcji znajdujących się w obrocie, z czego ok. 15% posiadali inwestorzy strategiczni. Natomiast udział inwestorów zagranicznych w giełdowych obrotach nie przekraczał 5%. Por. „Polityka — Finanse” 1994, nr 37.

<sup>8</sup> Informacja CUP-u, cyt. za „Gazeta Wyborcza” z 26 stycznia 1994 r., nr 21.

<sup>9</sup> Giełda nowojorska powstała w 1792 r., londyńska w 1802 r.

Wracając do giełdy warszawskiej, trzeba podkreślić, że rok 1993 był dla niej rokiem bardzo ważnym, przełomowym, nawet jeśli uznamy ruchy cen na giełdzie za irracjonalne, będące głównie skutkiem gry spekulacyjnej. Przede wszystkim miał olbrzymie znaczenie edukacyjne. Polacy, dla których terminy związane z funkcjonowaniem rynku kapitałowego były wcześniej czymś zupełnie nieznanym, zaczęli masowo interesować się giełdą. Na przykład w Niemczech akcje posiada tylko 6% gospodarstw domowych, natomiast zainteresowanie grą na giełdzie wyraża 25% ankietowanych Polaków<sup>10</sup>.

Rok 1993 w efekcie przyspieszył spełnianie jednej z podstawowych funkcji rynku kapitałowego, jaką jest mobilizacja oszczędności. Gorzej już było z innymi funkcjami, które rynek ten powinien spełniać: wycena przedsiębiorstwa i związana z tym ocena jego efektywności pozostawała wiele do życzenia. Najczęściej zmiany cen akcji nie były powiązane z wynikami finansowymi spółek. Dobrze realizowana była za to funkcja alokacji kapitału. Widać to było najlepiej na przykładzie ofert publicznych. Spółki uznane za dobre, mające perspektywy rozwoju, nie miały problemów ze sprzedażą swych akcji. Pamiętajmy jednak o specyfice polskiego rynku pierwotnego (tam następuje sprzedaż pierwszej względnie nowej emisji papierów wartościowych). Większość emitentów, przynajmniej jak dotąd, to prywatyzowane spółki, których właścicielem jest Skarb Państwa (podkreślmy umowność tego pojęcia, bowiem w sensie majątkowym instytucja Skarbu Państwa nie jest w Polsce wyodrębniona). Dlatego też pieniądze uzyskane ze sprzedaży akcji wpływały nie do spółki, a do budżetu centralnego, były dochodami państwa z tytułu procesów prywatyzacyjnych. Taka sytuacja nie ma miejsca przy kolejnych emisjach sprywatyzowanych już spółek oraz — oczywiście — w przypadku firm od początku prywatnych.

Rok 1993 uzmysłowił zarządom wielu firm, że pozyskiwanie kapitału poprzez giełdę może być tańsze aniżeli korzystanie z usług banków. Przypomnijmy w tym miejscu, że możliwe są trzy źródła zasilania finansowego gospodarki. Po pierwsze, są to środki własne przedsiębiorstw, po drugie — środki publiczne, czyli pieniądze z budżetu państwa czy budżetów gminnych, po trzecie — system finansowy, który ma dwa zasadnicze składniki: kredytowo-bankowy oraz kapitałowo-giełdowy. Przyjmuje się, że w gospodarce światowej możliwe są dwa modelowe rozwiązania. Pierwszy, tzw. anglosaski, opiera system zasilania finansowego przedsiębiorstw na dobrze rozwiniętym rynku kapitałowym; drugi zasilanie finansowe pozostawia rynkowi kredytowo-bankowemu<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Por. „Der Spiegel” 1994, Nr. 1, cyt. za „Forum” 1994, nr 6.

<sup>11</sup> Por. T. R y b c z y ń s k i: *Trzecia droga*. „Życie Gospodarcze” 1994, nr 37.

W 1993 r. tańsze było pozyskiwanie kapitału na giełdzie. W dodatku wciąż wysoka inflacja w Polsce sprawia, że kredyt bankowy jest bardzo drogi. Czy to oznaczać by mogło, że polski system finansowy ewoluuje w stronę modelu anglosaskiego? Rok 1993 może to sugerować. Nie można tu jednak ulegać iluzjom. Wystarczy raz jeszcze spojrzeć na dane zawarte w tabeli 2 i 3. Jeszcze przez wiele lat system kredytowo-bankowy będzie miał zasadnicze znaczenie dla zasilania finansowego przedsiębiorstw w Polsce, a zdobywanie środków na rynku kapitałowym będzie elitarne, dostępne tylko dla najlepszych firm, spełniających ostre wymogi dostępu do giełdy.

Szybszy rozwój zasilania poprzez rynek kapitałowy jest jednak możliwy. Nadzieje na to związane są przede wszystkim z realizacją tzw. Programu Powszechnej Prywatyzacji (nazwa ta nie jest zbyt prawidłowa, lepiej mówić o programie tworzenia i prywatyzacji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych). Efektem jego wdrożenia będzie pojawienie się wielu nowych papierów wartościowych: najpierw akcji spółek biorących udział w tym programie, następnie świadectw udziałowych, których nabywcą może zostać każdy dorosły Polak, wreszcie akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, na jakie wymieniane będą świadectwa udziałowe. Ważne będzie tu oczywiście właściwe zorganizowanie obrotu tymi papierami. Chodzi zwłaszcza o utworzenie sprawnego, regulowanego rynku pozagiełdowego. Jeżeli ten warunek zostanie spełniony, to kapitalizacja polskiego rynku kapitałowego znacznie wzrośnie, co jest jak najbardziej pożądane. Przy niskiej kapitalizacji dominują drobni inwestorzy, co sprawia, że rynek jest bardzo podatny na spekulacyjne ruchy cen. Większa liczba notowanych spółek przyciąga inwestorów instytucjonalnych, takich jak np. fundusze powiernicze typu otwartego (przykładem Pioneer) i typu zamkniętego, co wpływa — zwłaszcza w przypadku funduszy powierniczych typu zamkniętego — stabilizująco na rynek kapitałowy.

Trzeba jednak pamiętać, że rozwój instytucjonalny nie może być hamowany — jak to jest do tej pory — przez brak odpowiednio wykształconej kadry, np. doradców inwestycyjnych. Ta bariera edukacyjna, zresztą powszechna, jest szczególnie widoczna w całej infrastrukturze finansowej kraju. Jej pokonanie stanowi warunek konieczny do utworzenia sprawnej gospodarki rynkowej. Jeżeli do tego dojdzie stopniowe wprowadzanie nowych instrumentów rynku kapitałowego — takich jak opcje czy obligacje emitowane przez spółki oraz szybki rozwój sieci telekomunikacyjnej, co umożliwiłoby np. wprowadzenie na warszawskiej giełdzie systemu notowań ciągłych — to w perspektywie kilku czy kilkunastu lat polski rynek kapitałowy może być konkurentem systemu bankowego w zakresie zasilania finansowego gospodarki.