



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

**Title:** Rynek kapitałowy w procesie transformacji gospodarczej w Polsce

**Author:** Mirosław Czerwiński

**Citation style:** Czerwiński Mirosław. (1994). Rynek kapitałowy w procesie transformacji gospodarczej w Polsce. W: M. Syrek (red.), "Dylematy funkcjonowania i rozwoju polskiej gospodarki w latach dziewięćdziesiątych" (S. 69-80). 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

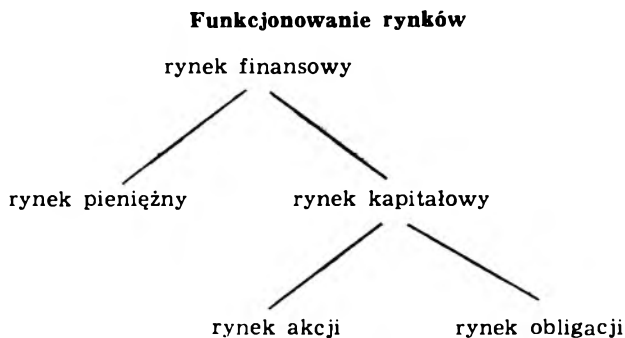
Mirosław CZERWIŃSKI

# Rynek kapitałowy w procesie transformacji gospodarczej w Polsce

## 1. Istota rynku kapitałowego

Tym, co zapewnia sprawne funkcjonowanie gospodarki, jest pieniądź. Jednak nie sam pieniądź jako taki, ale jego obieg pomiędzy różnymi podmiotami gospodarczymi. Jest rzeczą normalną w procesie gospodarowania, że w określonym czasie u części z tych podmiotów może występować nadmiar pieniądza, u innych z kolei jego niedobór. W interesie każdej ze stron leży rozwiązanie takiej sytuacji poprzez udzielanie kredytów krótko-, średnio- i długoterminowych. Dzieje się to na **rynku finansowym**, gdzie następuje zetknięcie popytu i podaży kapitału pożyczkowego. Rynek finansowy dzieli się z kolei na pieniężny i kapitałowy.

Na **rynku pieniężnym** dokonuje się transakcji kupna — sprzedaży kredytu krótkoterminowego — o terminie wykupu do 1 roku. W grę wchodzi tutaj lokaty międzybankowe oraz handel bonami pieniężnymi i bonami skarbowymi, sprzedaż których odbywa się w Polsce przez Narodowy Bank Polski (bony te są emitowane w nominałach: 100 mln zł, 1 mld zł i 10 mld zł). **Rynek kapitałowy** to rynek walorów średnio- i długoterminowych, o terminach wykupu powyżej roku lub bez określonego okresu zwrotu (akcje). O ile zatem na rynku pieniężnym pozyskiwane są fundusze na krótkie okresy, o tyle na rynku kapitałowym uzyskuje się generalnie środki na potrzeby inwestycyjne. Dzieje się to poprzez handel papierami wartościowymi, jakimi są: akcje i obligacje.



W tym ujęciu rynek kapitałowy jest tożsamy z rynkiem papierów wartościowych<sup>1</sup>. Ten z kolei dzieli się na rynek pierwotny i rynek wtórny. Na **ryнку pierwotnym** mamy do czynienia wyłącznie z nowymi emisjami akcji bądź obligacji. Pieniądże uzyskane z tych transakcji powiększają kapitał emitenta. Na **ryнку wtórnym** natomiast odbywa się obrót papierami wartościowymi pomiędzy inwestorami, czyli nabywanie i zbywanie wyemitowanych wcześniej papierów wartościowych, przy czym dochody z ich sprzedaży nie wpływają do emitenta. Instytucjonalną formą rynku wtórnego jest giełda papierów wartościowych. Trzeba jednak pamiętać, że wtórny obrót może odbywać się również na rynku pozagiełdowym (*over the counter*), gdzie handluje się papierami wartościowymi, które nie spełniają wymagań przewidzianych w obrocie na giełdzie, a także w sposób niepubliczny, czy na zasadzie prywatnych transakcji.

Na giełdzie nie odbywa się proces przesuwania oszczędności od pierwotnych ich dysponentów do ostatecznych użytkowników akumulacji. Jednak sprawnie działający rynek wtórny, którego zasadniczym elementem jest właśnie giełda, stanowi jeden z warunków powodzenia pierwotnej emisji papierów wartościowych. Inwestorzy są bowiem bardziej skłonni do ich zakupu, jeśli nie wiąże się to z ryzykiem długoterminowego zamrożenia środków, co jest równoznaczne z istnieniem możliwości łatwej odsprzedaży kupionych wcześniej walorów (pojęcie tzw. płynności). Rynek wtórny dostarcza również istotnych wskazówek do oceny szans powodzenia emisji i ustalenia jej warunków. Wreszcie, a dotyczy to rynku akcji, następuje tu rynkowa wycena majątku produkcyjnego przedsiębiorstw.

Sprawnny rynek kapitałowy ma ogromne znaczenie dla rozwoju gospodarczego. Jest finansowym mechanizmem alokacji zasobów w gospo-

<sup>1</sup> W szerokim znaczeniu rynek kapitałowy obejmuje całokształt strumieni finansowych przepływających w pewnym okresie od lokujących kapitał do inwestorów za pośrednictwem rynku papierów wartościowych, banków i innych instytucji finansowych.

darce rynkowej. Umożliwia bowiem wykorzystanie kapitałów pieniężnych o charakterze oszczędności na finansowanie procesów inwestycyjnych, w wyniku których powstaje kapitał trwały. Odbywa się to przez przesuwanie funduszy pieniężnych od podmiotów dysponujących wolnymi nadwyżkami kapitałowymi do tych podmiotów, które zgłaszają na nie zapotrzebowanie, a nie mają możliwości powiększenia majątku trwałego za pomocą środków własnych. Sprawny i dobrze zorganizowany rynek kapitałowy umożliwi mobilizowanie znacznych kapitałów pieniężnych często z drobnych nawet oszczędności. Widzimy zatem, jak istotna jest rola tego rynku zwłaszcza w takich krajach, jak np. Polska, cierpiących na niedostatek kapitałów inwestycyjnych.

## 2. Papiery wartościowe występujące na rynku kapitałowym

### 2.1. Rynek obligacji

Obligacja jest bardzo podobna do kredytu bankowego. Jest to bowiem papier wartościowy poświadczający wierzytelność na określonej sumie wraz z zobowiązaniem do wypłaty ustalonego oprocentowania. Przynosi ona zatem stały dochód.

Emitentami obligacji mogą być zarówno przedsiębiorstwa, władze komunalne, jak i skarb państwa. Skarb państwa zdominował rynek obligacji. Przyczyną tego był keynesowski przełom w ekonomii, sprwadzający się do wzrostu roli państwa w gospodarce. Efektem były i są chroniczne deficyty budżetowe, czyli przewaga wydatków państwa nad przychodami. Jedną z metod finansowania nadmiernych wydatków jest właśnie emisja obligacji skarbowych. Skarb państwa zobowiązuje się w stosunku do nabywców obligacji do wypłaty po określonym czasie jej wartości nominalnej wraz z odsetkami.

Obecnie w Polsce są emitowane obligacje o nominale 1 mln zł jednoroczne i trzyletnie<sup>2</sup>. Specyfiką tych obligacji jest ich zmienne oprocentowanie, będące konsekwencją wciąż wysokiej i zmieniającej się inflacji<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> W innych krajach zwyczajowo nominaly wynoszą: Niemcy — 1000 marek, USA — 1000 dolarów, Wielka Brytania — 100 funtów. Natomiast okresy wykupu są różne, mogą sięgać kilkunastu i więcej lat.

<sup>3</sup> Oprocentowanie obligacji jednorocznych uwzględnia comiesięczną stopę inflacji plus 5% marży w skali roku. Oprocentowanie obligacji trzyletnich (jest ustalone w sposób bardziej skomplikowany, na podstawie stopy rentowności 13-tygodniowych bonów skarbowych — lokaty przeznaczone dla większych inwestorów, funkcjo-

Niewykluczone jednak, że jeżeli uda się obniżyć i ustabilizować jej wielkość, to będą emitowane obligacje o stałej stopie procentowej, tak jak to jest na rynkach zachodnich.

Obligacje państwowe uznaje się powszechnie za najpewniejsze papiery wartościowe. Ryzyko poniesienia strat finansowych w przypadku ich zakupu jest minimalne. Trudno bowiem wyobrazić sobie, poza ekstremalnymi przypadkami, takimi jak wojna czy rewolucja, bankructwo państwa. W przypadku obligacji emitowanych w Polsce dodatkowym ich walorem jest — wspomniana już — indeksowana o wskaźnik inflacji stopa procentowa. Daje to gwarancje, iż nawet w przypadku nieprzewidzianego, dużego wzrostu cen realna wartość obligacji nie spadnie. Wszystko to sprawia, że rynek obligacji w Polsce będzie z pewnością szybko się rozwijał. Faktem jest, że w społeczeństwie polskim nie ma żadnych tradycji lokowania oszczędności w obligacje. Wciąż większą popularnością cieszą się terminowe konta złotówkowe bądź walutowe w bankach. Ponieważ jednak dochodowość obligacji jest obecnie wyższa aniżeli lokat bankowych, ta forma oszczędzania będzie z pewnością zyskiwała na popularności, tym bardziej że kłopoty z deficytem budżetowym nieprędko się zakończą, co oznacza, że opłacalność lokowania pieniędzy w obligacje nie powinna ulec obniżeniu.

Wszystko to, o czym mówiliśmy, dotyczy rynku pierwotnego obligacji. Załóżmy jednak, że zakupiliśmy obligacje trzyletnie. Nie oznacza to wcale, że wcześniej nie można ich sprzedać. Od tego jest giełda. Tyle tylko, że w przypadku kupowania lub sprzedawania na giełdzie istotny jest kurs obligacji, czyli jej cena. Kurs ten zawsze jest określany w procentach wartości nominalnej obligacji z dokładnością do 1/10 procenta. Jeśli zatem kurs na danej sesji giełdowej wynosił np. 98,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub>, oznacza to, że obligacje (jej nominal to 1 000 000 zł) rynek wycenił na 985 000 zł (do tej kwoty są jeszcze dodawane odsetki należne do dnia, w którym odbywała się sesja giełdowa i w ten sposób ustala się cenę transakcyjną). W przypadku tej przykładowej ceny (mniejszej od 100<sup>0</sup>/<sub>0</sub>) mówimy, że jest to sytuacja dyskonta. Gdyby cena obligacji wyniosła np. 102<sup>0</sup>/<sub>0</sub> (czyli 1 020 000 zł), mielibyśmy sytuację premii.

Powstaje pytanie, od czego zależy kurs rynkowy obligacji? Najprościej byłoby powiedzieć, że od popytu i podaży spotykających się na giełdzie. Te wielkości jednak nie są przypadkowe. Zasadnicze znaczenie ma tu wysokość bankowych stóp procentowych. Jeżeli inwestorzy uznają, że oprocentowanie obligacji jest korzystniejsze od aktualnej stopy

nujące na rynku pieniężnym) zmienia się raz na kwartał. Mają one również wyższą marżę — 10%. Odsetki od nich są wypłacane co kwartał. Odsetki od obligacji jednorocznych są wypłacane po upływie roku od emisji.

procentowej dla wkładów terminowych, popyt na obligacje wzrosnie i odwrotnie.

Nieco inaczej trzeba analizować wskaźniki giełdowe dotyczące obligacji wówczas, gdy mamy do czynienia, tak jak jest to w państwach o ustabilizowanym rynku, ze stałą nominalną stopą oprocentowania obligacji (wcześniej czy później taką sytuację będziemy mieli i w Polsce). Weźmy na przykład obligację rządu brytyjskiego o nominale 100 funtów i nominalnej stopie procentowej 8<sup>0</sup>/<sub>0</sub>. Oznacza to, że co roku, aż do wykupu obligacji, jej posiadacz może liczyć na 8 funtów dochodu. Gdyby jednak zechciał tę obligację sprzedać wcześniej na giełdzie i mógł uzyskać za nią 95 funtów (jej cena to 95<sup>0</sup>/<sub>0</sub> — sytuacja dyskonta), to zmianie ulega dochodowość tej obligacji, czyli jej stopa procentowa bieżąca (rynkowa). Wyniosłaby ona w tym przykładzie:

$$\frac{8^{0}/_{0}}{95^{0}/_{0}} \times 100^{0}/_{0} \approx 8,4^{0}/_{0} \left[ \frac{\text{stopa procentowa nominalna}}{\text{kurs}} \times 100^{0}/_{0} \right]$$

Nowy nabywca tej obligacji będzie oceniał jej dochodowość na 8,4<sup>0</sup>/<sub>0</sub>, dalej bowiem będzie przynosiła mu ona 8 funtów rocznie, ale zapłacił on za nią tylko 95, a nie 100 funtów.

## 2.2. Rynek akcji

Daleko bardziej skomplikowany jest rynek akcji. Jak już wspomnieliśmy wcześniej, jednym ze sposobów uzyskania przez przedsiębiorstwo środków finansowych na np. rozbudowę firmy jest emisja akcji. Cała procedura z tym związana jest dość złożona i musi odbywać się zgodnie z przepisami kodeksu handlowego. Akcje są emitowane w jednakowej wartości nominalnej<sup>4</sup>, z tym że ich cena emisyjna, a więc cena, po jakiej są sprzedawane na rynku pierwotnym, może być wyższa od tej wartości. Wszystkie te informacje, a także dokładna analiza finansowa firmy emitującej akcje, są zawarte w prospekcie emisyjnym, jaki jest sporządzany przed rozpoczęciem sprzedaży akcji. Nabywcy akcji (akcjonariusze) mają zatem rozeznanie, na ile ryzykownie lokują swoje pieniądze.

Sama akcja jest papierem wartościowym reprezentującym określoną część kapitału akcyjnego. Oznacza to, że jest dokumentem stwierdzającym prawo współwłasności majątkowej. Tym samym akcjonariusz ma prawo do uczestnictwa w kierowaniu spółką przez prawo głosu na wal-

<sup>4</sup> Zgodnie z polskim kodeksem handlowym wartość nominalna akcji nie może być niższa niż 10 000 zł.

nych zgromadzeniach (1 akcja = 1 głos)<sup>5</sup>, a także prawo do udziału w podziale zysków spółki, czyli do pobierania dywidendy. Ponieważ jednak nie ma żadnej pewności co do wysokości przyszłych zysków oraz co do ich podziału (o tym decyduje walne zgromadzenie), akcja jest papierem wartościowym o zmiennym dochodzie. Trzeba od razu zaznaczyć, że uzyskiwanie dywidendy (zwykle jest ona mniejsza aniżeli oprocentowanie wkładów bankowych czy odsetki od obligacji) nie jest tym, co najbardziej przyciąga nabywców akcji. Inwestorów na rynku akcji można podzielić na 3 grupy:

- inwestorzy strategiczni, którzy z daną firmą wiążą się, licząc na jej rozwój, a poprzez kupno odpowiednio dużego pakietu akcji chcą mieć wpływ na jej politykę;
- inwestorzy instytucjonalni, np. firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne czy fundusze powiernicze<sup>6</sup>, które uzyskane ze składek czy wpłat indywidualnych pieniądze chcą jak najkorzystniej ulokować, biorąc pod uwagę dłuższy horyzont czasowy;
- inwestorzy-gracze giełdowi, liczący na możliwość szybkiego zarobku związanego ze zmianą cen rynkowych akcji na giełdzie.

Akcjami, podobnie zresztą jak to jest w przypadku obligacji, można obracać na rynku wtórnym. Różnice są jednak dość istotne. Ceny rynkowe obligacji są wyrażane w procentach i stosunkowo niewiele odbiegają od ich cen nominalnych. Ceny rynkowe akcji natomiast zawsze są podawane w konkretnych walutach (Polska — złote. Włochy — liry itd.), a ich wahania na giełdzie — zarówno w górę, jak i w dół — są nieraz znaczne. Umiejętne wykorzystanie tych wahań może przysporzyć niemałych zysków. To właśnie przyciąga coraz większą liczbę graczy na polską giełdę. Zanim przyjrzymy się Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, pokażmy, co powoduje ruch cen na giełdach światowych. Ma to kolosalne znaczenie. Po pierwsze, stały wzrost cen akcji jakiejś spółki sprawia, że może ona przyciągnąć do siebie kolejne kapitały poprzez następną emisję akcji, nie obawiając się, iż nie znajdą one nabywców (funkcja alokacyjna rynku kapitałowego). Po drugie, wraz ze wzrostem cen akcji rośnie i wartość spółki mierzona tzw. rynkową kapitalizacją (liczba akcji pomnożona przez ich cenę na giełdzie); tym samym odbywa się wycena danej firmy.

<sup>5</sup> Trzeba tu dodać, że kodeks handlowy przewiduje możliwość emisji różnych rodzajów akcji: na okaziciela, imiennych, zwykłych, uprzywilejowanych. Jedna akcja uprzywilejowana może dawać np. 5 głosów na walnym zgromadzeniu.

<sup>6</sup> W Polsce działa już jeden fundusz powierniczy: Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy Pionier. Fundusze powiernicze lokują powierzzone im pieniądze w papiery wartościowe. Zatrudniają specjalistów — analityków giełdowych, starając się kupować te akcje i obligacje, które przynoszą największe zyski.

Co zatem decyduje o cenach rynkowych akcji? W długim horyzoncie czasowym wartość akcji określają zyski firmy i wypłacane przez nią dywidendy, co — ogólnie rzecz biorąc — wiąże się z jej rozwojem. Analiza wyników finansowych firmy ma tu decydujące znaczenie. Syntetycznym wskaźnikiem (trzeba jednak dodać, że daleko niewystarczającym do wszechstronnej analizy) jest podawany w tabelach giełdowych wskaźnik  $\frac{\text{cena}}{\text{zysk}}$  pokazujący, ile razy cena rynkowa akcji danej firmy jest większa od przypadającego na jedną akcję zysku netto tej firmy. Im ten wskaźnik jest niższy, tym bardziej opłacałoby się te akcje kupować, firma bowiem wydaje się być efektywna.

W krótszym okresie ceny akcji mogą ulegać znacznym fluktuacjom, dla których często trudno jest znaleźć sensowne ekonomicznie uzasadnienie. W dużym stopniu jest to konsekwencja zachowania samych graczy giełdowych, w których interesie jest, aby ceny akcji zmieniały się — zarabiać można zarówno na hossie (czyli wtedy, gdy ceny wzwyżkują), jak i na bessie (gdy ceny spadają). Na ich decyzje z kolei wpływają subiektywne oceny sytuacji finansowej danej firmy i jej polityki rozwoju oraz sytuacji gospodarczej w konkretnym kraju. Zmiana (lub przewidywana zmiana) stopy procentowej, ruchy kursów walutowych, informacje istotne dla samej firmy lub jej otoczenia, wszystko to może znaleźć wyraz w ruchach cen na giełdzie. Olbrzymie znaczenie może mieć sytuacja polityczna w danym kraju, np. kryzys rządowy czy niepewność co do wyników wyborów parlamentarnych. Wreszcie trzeba pamiętać, że największe giełdy światowe (Nowy Jork, Londyn, Tokio) stanowią system naczyń połączonych. Zwyczajowanie lub zniżkowanie cen na Wall Street może wpłynąć na „nastroje” w Londynie i odwrotnie, często bez żadnego racjonalnego uzasadnienia.

Warto w tym miejscu przypomnieć, że to właśnie krach na giełdzie w Nowym Jorku 29 października 1929 r. zapoczątkował wielki kryzys gospodarczy lat trzydziestych. Podobna sytuacja, ale już nie o takich dramatycznych konsekwencjach, miała miejsce w 1987 r., również w październiku. Na giełdzie londyńskiej w ciągu dwóch dni ceny akcji spadły o 20%, co na warunki zachodnie jest wielkością szokującą (podobnie było na innych wielkich giełdach świata). Najbardziej niepokojący jest jednak fakt, że podobnych załamań i ich wielkości nie sposób przewidzieć wcześniej. Dotyczy to zwłaszcza giełd „młodych”, mających niewielki stopień płynności.

Trudno zatem nie zapytać: czy rzeczywiście giełdy są takim dobrym instrumentem rynku kapitałowego; czy decyzje finansowe podejmowane na podstawie tego, co dzieje się na giełdzie, są ekonomicznie uzasadnione?



Na to można odpowiedzieć jedynie w sposób, w jaki odpowiada się na pytanie o to, czy demokracja jest rzeczywiście takim dobrym ustrojem politycznym. Na pewno nie — tyle tylko, że poszukiwania lepszych rozwiązań są jak dotąd bezowocne.

### 3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

16 kwietnia 1991 r. odbyło się pierwsze, po ponad 50-letniej przerwie, notowanie papierów wartościowych na giełdzie w Warszawie. Na tej pierwszej sesji giełdowej handlowano akcjami tylko 5 spółek (Tonsil, Próchnik, Krosno, Exbud i Kable) i tylko 270 akcji zmieniło właściciela. Początek funkcjonowania giełdy nie był zbyt zachęcający. Nastąpił generalny (poza Exbudem) spadek kursów akcji. Podstawową przyczyną były zbyt wysokie ceny emisyjne akcji tych spółek. Nie należy również zapomnieć o braku jakichkolwiek tradycji lokowania pieniędzy w akcje w społeczeństwie polskim. To chyba zawazyło na tym, że pierwszy rok działalności giełdy w Warszawie nie był zbyt imponujący. Odnotujemy tylko, że w ciągu tego roku liczba notowanych na giełdzie spółek wzrosła do 12, a przeciętny obrót na sesję (odbywały się raz w tygodniu) wyniósł niewiele ponad 10 mld zł<sup>7</sup>.

W drugim roku funkcjonowania giełdy sesje odbywały się już dwa razy w tygodniu. Liczba spółek giełdowych wzrosła do 16. Najważniejszy był jednak ciągły wzrost obrotów — została przekroczona bariera 100 mld zł obrotów na jedną sesję. Na giełdę zaczęły napływać coraz większe sumy pieniędzy. Nastąpiło coś bardzo ważnego: została przełamana bariera nieufności, co do możliwości zyskowego lokowania oszczędności na giełdzie.

Nabywcy akcji „pierwszej piątki” (poza Exbudem) ponieśli straty finansowe. Natomiast nabywcy akcji spółek wprowadzonych na giełdę później, nawet stosując pasywne strategie, osiągnęli zyski co najmniej porównywalne z zyskami z tytułu lokat na rachunkach bankowych<sup>8</sup>. W efekcie nastąpił wzrost zainteresowania giełdą ze strony inwestorów krajowych i zagranicznych, czemu towarzyszył dopływ dodatkowych funduszy. Trudno się zatem dziwić, że trzeci rok funkcjonowania giełdy

<sup>7</sup> J. Czekaj, Z. Juda: *Pierwszy rok giełdy*. „Życie Gospodarcze” 1992, nr 20.

<sup>8</sup> J. Czekaj: *Pogoda dla graczy. Dwa lata Giełdy Papierów Wartościowych*. „Życie Gospodarcze” 1993, nr 18.

(3 sesje w tygodniu, 22 notowane spółki)<sup>9</sup> to na dobrą sprawę nieustająca hossa, przynosząca inwestującym na giełdzie zyski nieporównywalne z żadnymi innymi możliwościami lokowania oszczędności. Obroty na jednej sesji kilka razy przekroczyły bilion złotych. Pod tym względem giełda w Warszawie znacznie wyprzedziła swoją „konkurentkę” — giełdę w Budapeszcie<sup>10</sup>.

Zapowiadany jest również dalszy rozwój organizacji obrotu giełdowego w Warszawie. Począwszy od drugiej połowy 1994 r. sesje giełdowe mają odbywać się pięć razy w tygodniu. W 1995 r. planuje się wprowadzenie skomputeryzowanego systemu notowań ciągłych (obecnie notowania odbywają się według jednolitego kursu dnia). Mimo to w ocenie perspektyw polskiej giełdy trudno być do końca optymistą. Powodem do niepokoju jest mała liczba spółek notowanych na giełdzie i fakt, że niewielkie są szanse na szybki wzrost ich liczby.

Trzeba bowiem pamiętać, że naturalnym procesem historycznym było powstanie giełd w celu ułatwienia obrotu papierami wartościowymi, którymi już wcześniej handlowano. Sytuacja krajów postkomunistycznych, w tym i Polski oczywiście, jest zgoła inna. Przedsiębiorstwa w przeważającej mierze są państwowe, wciąż niewiele jest dużych i znaczących firm mających status spółek akcyjnych. Proces przekształceń własnościowych napotyka znaczne trudności wynikające z uwarunkowań polityczno-społecznych i z faktu, że techniczne jest złożony i długotrwały. W dodatku na giełdę mogą trafić jedynie firmy najlepsze (decyduje o tym Komisja Papierów Wartościowych), spełniające wysokie wymagania pod względem finansowym<sup>11</sup>. Wszystko to sprawia, że tworzenie rynku kapitałowego w Polsce przybrało trochę sztuczny charakter: jest co prawda giełda, która sięga do najlepszych rozwiązań technicznych giełd zachodnich, natomiast nie za bardzo jest czym na niej handlować. Z tego powodu istnieje duże niebezpieczeństwo, że giełda warszawska nabierze wyłącznie spekulacyjnego charakteru. Jej płytkość bowiem (mała liczba notowanych spółek akcyjnych) sprawia, że nawet niewielkie

<sup>9</sup> Dla porównania można podać liczbę notowanych akcji na giełdach światowych: Londyn — 2734, Nowy Jork — 2246, Tokio — 1721, Paryż — 876, Frankfurt nad Menem — 850 (dane z 1989 r.; źródło *Giełdy w gospodarce światowej*. Red. W. Januszkie wicz. Warszawa 1991, s. 175).

<sup>10</sup> GPW w Warszawie rozpoczęła działalność jako trzecia w Europie Środkowej po Lublanie (marzec 1990 r.) i Budapeszcie (czerwiec 1990 r.). W kwietniu 1993 r. rozpoczęły działalność giełdy w Pradze i Bratysławie.

<sup>11</sup> Aby firma mogła być notowana na giełdzie, musi mieć co najmniej 20 mld zł kapitału akcyjnego, a minimum 20% jej akcji musi znajdować się w obrocie publicznym. Jej dane finansowe za ostatnie 3 lata są weryfikowane przez niezależnych biegłych rewidentów. Ponadto, co kwartał musi przedstawiać swoje wyniki finansowe. Tak wysokie wymagania mają uchronić inwestorów giełdowych przed niesolidnymi firmami.

zmiany popytu na akcje mogą wywołać znaczne wahania ich cen. Hossy i bessy mogą następować po sobie bez żadnego racjonalnego uzasadnienia<sup>12</sup>. Tym samym funkcje, jakie giełda ma spełniać (alokacyjna i wyceny majątkowej), będą miały wątpliwą ekonomiczną użyteczność.

Konieczny jest zatem wzrost liczby spółek notowanych na giełdzie. Jednym ze źródeł tego wzrostu może być chęć pozyskiwania kapitału ze strony rozwijających się firm prywatnych poprzez publiczną emisję akcji. Trudno tu jednak o optymizm. Po pierwsze, z publiczną emisją akcji wiążą się koszty; po drugie, i to jest chyba ważniejsza przyczyna, firmy notowane na giełdzie muszą rzetelnie płacić wszystkie podatki, a także regularnie podawać wszelkie informacje o swojej sytuacji. Biorąc pod uwagę słabość naszego systemu podatkowego, dla większości firm prywatnych korzystniejsze jest zatem niewchodzenie na giełdę, mimo że sam fakt podawania kilka razy w tygodniu notowań giełdowych to dla firmy znakomita forma bezpłatnej reklamy.

Pozostaje więc dotychczasowe źródło podaży, jakim jest prywatyzacja przedsiębiorstw. Proces ten jest jednak zbyt powolny. Wielkie nadzieje, ale również niepokoje są związane z programem powszechnej prywatyzacji. Realizacja tego programu sprawi, że na rynku kapitałowym znajdą się najpierw świadectwa udziałowe (będą to papiery wartościowe o charakterze opcyjnym), a potem akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Jedne i drugie będą mogły być wprowadzone do obrotu giełdowego bądź pozostać w jakiejś części na rynku pozagiełdowym, który jednak dopiero trzeba zorganizować. Nie wiadomo również, gdzie trafią akcje pracowników, które otrzymają oni bezpłatnie (10% ogólnej puli) w momencie przekształcania przedsiębiorstwa w spółkę skarbu państwa, co będzie możliwe, gdy wejdzie w życie „Pakt o przedsiębiorstwie”. Obie te ustawy w znaczący sposób mogą wzbogacić płytki polski rynek kapitałowy pod warunkiem jednak, że wejście nowych papierów wartościowych — i to w tak dużej ilości — będzie stopniowe i odpowiednio zorganizowane. Nie można bowiem dopuścić do podważenia zaufania do giełdy. Na razie jednak więcej jest pytań i wątpliwości niż decyzji dotyczących wykorzystania tej szansy.

Sensowniejsze wydaje się zatem zaproponowanie rozwiązań, jakie można wprowadzić od zaraz. Konieczny jest rozwój tzw. rynku równoległego (drugi parkiet giełdy), na którym handluje się papierami

<sup>12</sup> Organizatorzy giełdy, przewidując taką możliwość, zastrzegli w jej regulaminie, że zmiana ceny poszczególnych akcji na jednej sesji nie może przekroczyć 10%, a w przypadku znacznych rozbieżności między popytem a podażą danego waloru transakcje są zawieszane. W przypadku jednak dłuższej utrzymującej się nierównowagi rynkowej ograniczenia te doprowadzają do „zatkania” giełdy: niektórych akcji nie da się ani sprzedać, ani kupić.

wartościowymi firm mniejszych i młodszych, obniżając dla nich wymogi finansowe<sup>13</sup>. Można by też wzorem giełdy londyńskiej wprowadzić tzw. trzeci rynek dla całkiem niedużych firm, gdzie ryzyko inwestowania całkowicie przechodziłoby na kupujących i sprzedających akcje, a giełda ułatwiałaby jedynie kontakt między nimi, nie biorąc odpowiedzialności za wiarygodność finansową notowanych tu spółek. Wreszcie, aczkolwiek posunięcie takie wiąże się z jeszcze większym ryzykiem, można zmniejszyć rygory finansowe przy dopuszczaniu do głównego parkietu giełdy nowych firm.

Zwiększenie dopływu akcji kolejnych spółek jest konieczne. Przy tak płytkim rynku jak obecnie duża część akcji znajduje się w rękach indywidualnych graczy giełdowych, co sprawia, że jest on bardziej spekulacyjny. Gdy podaź akcji będzie większa, większe też będzie zainteresowanie ich kupnem ze strony inwestorów strategicznych, instytucjonalnych, których działania są obliczone na dłuższy okres. Wtedy hossy i bessy będą bardziej umiarkowane, a giełda warszawska stanie się poważną instytutką polskiego rynku kapitałowego.

<sup>13</sup> Firma może być notowana na „rynku równoległym”, gdy ma 5 mld zł kapitału akcyjnego i co najmniej 10% akcji w obrocie publicznym. Jej dane finansowe są rewidowane tylko za ostatni rok.

Mirosław Czerwiński

### **The capital market in Poland in the process of economic transformation**

#### **S u m m a r y**

In this article is presented the essence and the structure of the capital market, understood as the financial mechanism of allocation of resources and the valuation of the property of enterprises. A discussion is given of two basic types of stock: shares and bonds. The fundamental differences between them are shown and also the mechanisms governing price changes of these securities on the secondary market.

As from April 1991, that is from the first session of the Stock Market in Warsaw, we have here a process of formation of a capital market in Poland. In the opinion of the author of this article, the appreciable rise in prices and turnover on the Warsaw stock market in 1993, coupled with the optimistic projections of further development of this market, should not be allowed to mask the fact of its significant drawbacks. One of these is the small number of firms noted in the stock exchange, which means that it is automatically a speculator's market.

Miroslaw Czerwiński

**Der Kapitalmarkt im Prozeß der wirtschaftlichen  
Transformation in Polen**

## Zusammenfassung

Dieser Artikel stellt das Wesen und die Struktur des Kapitalmarktes dar, der als finanzieller Mechanismus der Alokation der Vorräte und der Vermögenseinschätzung verschiedener Unternehmen verstanden wird. Es wurden zwei Grundarten der Wertpapiere besprochen: Aktien und Obligationen. Es wurden auch die Grundunterschiede zwischen ihnen gezeigt und die Mechanismen, die auf die Veränderung der Preise dieser Werte im Sekundärmarkt Einfluß haben.

Seit dem April 1991, das ist seit der ersten Session auf der Börse der Wertpapiere in Warszawa, haben wir mit dem Prozeß der Bildung des Kapitalmarktes in Polen zu tun. Nach der Meinung des Verfassers dieses Artikels, dürfen — sowohl die bedeutende Preis- und Umsatzsteigerung auf der Börse der Wertpapiere im Jahre 1993 als auch die optimistischen Anzeichen einer weiteren schnellen Entwicklung dieses Marktes — die wesentlichen Mängel dieses Marktes nicht verhüllen. Einer der wichtigsten Mängel ist die kleine Zahl der Gesellschaften, die auf der Börse notiert wurden, was verursacht, daß die Börse vor allem einen spekulativen Charakter hat.