

Maciej Dzierżanowski, prof Edmund Pietrzak

(Gdańsk, 22 marca 2001)

Polski rynek kapitałowy - dekada sukcesu czy straconych szans?

22 marca 2001 minęło 10 lat od uchwalenia pierwszej ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Zadekretowany wówczas kształt polskiego rynku kapitałowego i przyjęty model regulacji obowiązywały w zasadzie przez całą dekadę, co - naszym zdaniem - stanowiło istotny czynnik ograniczający jego rozwój. Dopiero w tym roku ma szansę nastąpić długo oczekiwana deregulacja polskiego rynku kapitałowego, będąca pochodną ostatniej nowelizacji ustawy o publicznym obrocie.

Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, realizując misję wspierania procesu transformacji, był mocno zaangażowany w analizowanie rozwoju i sposobu regulacji polskiego rynku kapitałowego od momentu jego powstania. Staraliśmy się nań patrzeć nie tyle przez pryzmat budowy infrastruktury organizacyjno-prawnej, ale przede wszystkim potencjalnych funkcji, jakie rynek ten mógłby pełnić w transformującej się gospodarce. Z tej perspektywy prezentowaliśmy najczęściej stanowisko krytyczne - nie kwestionując sukcesów w budowie infrastruktury rynku wskazywaliśmy na jego stosunkowo niewielką rolę w gospodarce oraz przeregulowanie ograniczające innowacyjność i wielopłaszczyznowy rozwój.

Jednym z poważniejszych mankamentów polskiego rynku kapitałowego jest to, że w małym stopniu wspiera on rozwój sektora przedsiębiorstw prywatnych i tzw. nowej gospodarki. Można mieć uzasadnione wątpliwości, czy krajowy rynek kapitałowy wykazuje się odpowiednią segmentacją pozwalającą na pozyskiwanie finansowania przez różne kategorie przedsiębiorstw, w tym charakteryzujące się wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Rynek pozagiełdowy CTO, który miał być przeznaczony właśnie dla tego typu małych i średnich przedsiębiorstw, jest praktycznie martwy - w dużym stopniu z uwagi na brak przekonania i wizji jego rozwoju ze strony regulatora. Dość słabo rozwinięty wydaje się także rynek krajowych funduszy zamkniętych, *private equity*, *venture capital* itp. W całościowej konstrukcji polskiego rynku kapitałowego dominuje publiczny rynek giełdowy, czyli segment, obecność na którym oznacza tradycyjnie konieczność spełniania przez emitentów szeregu wymagań odpowiadających najwyższemu reżimowi regulacyjnemu.

To ograniczenie rozwoju niższych segmentów krajowego rynku kapitałowego wynikało w dużym stopniu z przeregulowania będącego pochodną przyjęcia filozofii administracyjnego kształtowania tego rynku. Zarówno aktywność domów maklerskich, jak i możliwości realizacji nowych inicjatyw, były w dużym stopniu uzależnione od przychylności czynników administracyjnych i przeciągającego się w czasie wprowadzania nowych regulacji. Preferowano także administracyjne mechanizmy kontrolne kosztem mechanizmów rynkowych i przez długi czas nie dostrzegano konieczności różnicowania poziomu regulacyjnego w odniesieniu do inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych (kwalifikowanych). Regulator uważał najwyraźniej, że sam będzie w stanie najlepiej zadekretować kształt rynku i przez wysoki poziom regulacyjny ograniczyć wszelkie ryzyko dla inwestorów indywidualnych, co oczywiście okazało się niemożliwe. Przyjęcie takiego podejścia ograniczało pole dla koncepcji opartej na samoregulacji.

Niedorozwój polskiego rynku kapitałowego wynika także z szeregu innych przyczyn o charakterze subiektywnym - m.in. sposobu realizacji prywatyzacji, ostatecznego kształtu programu NFI, sprzedaży przez Skarb Państwa pakietu akcji BSK na rynku wtórnym już po debiucie, braku prywatyzacji GPW w Warszawie, długiego okresu braku właściwych regulacji dla funkcjonowania zamkniętych funduszy inwestycyjnych i funduszy *venture capital*, niekonsekwentnej polityki podatkowej czy późnego przeprowadzenia reformy systemu emerytalnego. Coraz częściej pojawiają się także głosy o zbyt słabej ochronie interesów akcjonariuszy mniejszościowych, przy czym - naszym zdaniem - nie muszą one wcale stać w sprzeczności z tezą o przeregulowaniu. Rynek, który opiera się w większym stopniu na regulacji administracyjnej niż samoregulacji, może być nie tylko generalnie przeregulowany, ale także niedoregulowany w niektórych, jak się okazuje istotnych, obszarach. Warto także zauważyć, że ograniczona dostępność do rynku może także potęgować problemy związane z ochroną interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Większa liczba emitentów konkurujących o środki zewnętrznych inwestorów w naturalny sposób powinna sprzyjać podnoszeniu poziomu zabezpieczenia ich interesów.

Jakkolwiek według niektórych ekspertów polski rynek kapitałowy prezentuje się stosunkowo najlepiej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w naszej ocenie, bardziej przemyślana polityka państwa (zwłaszcza zaś KPWiG) w zakresie kształtowania rynku kapitałowego mogła prowadzić do znacznie lepszych efektów. Oczywiście zawsze można powiedzieć, że lepsze jest wrogiem dobrego. Bez wątpienia jednak realizowana przez najnowszą nowelizację ustawy o publicznym obrocie częściowa deregulacja polskiego rynku kapitałowego w ramach tzw. rynku nieurzędowego (paradoksalnie dokonywana pod hasłem konieczności dostosowania polskich przepisów do regulacji UE), a także wcześniejsza liberalizacja rynku obligacji, przychodzą zdecydowanie za późno. Zmiana taka była rekomendowana od dłuższego czasu zarówno przez znaczną część praktyków rynku kapitałowego, jak i przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Jest to z pewnością dobry prezent na dziesięciolecie rynku kapitałowego, ale oznacza jednocześnie, że nie wykorzystano tych szans na rozwój tego rynku, które wiązały się z procesem prywatyzacji (zwłaszcza zaś realizacją programu NFI), pierwszym entuzjazmem pośredników, inwestorów i emitentów, dobrą koniunkturą makroekonomiczną, słabszą konkurencją ze strony rynków zagranicznych, a także niedawną falą olbrzymiego zainteresowania inwestorów spółkami tzw. nowej gospodarki. Warto mieć tego świadomość w momencie wkraczania w kolejną dekadę rozwoju polskiego rynku kapitałowego niosącą zarówno nowe szanse, które trzeba umiejętnie wykorzystać, oraz nowe zagrożenia

(skrót artykułu, który ukazał się w dniu 23 marca 2001 w "Gazecie Wyborczej")