

Stanowisko Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową w sprawie przyszłości polskiego rynku kapitałowego i Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

wypracowane w oparciu o debatę środowiskową na seminarium
"Przyszłość polskiego rynku kapitałowego i GPW
w świetle potrzeb gospodarki i wyzwań technologicznych"

Głosy praktyków i analizy własne Instytutu wskazują, że sytuacja polskiego rynku kapitałowego jest bardzo trudna, mimo iż formalnie możemy szczyścić się zbudowaniem od podstaw jego infrastruktury organizacyjno-prawnej. W zakresie pierwotnych funkcji tego rynku (mechanizm alokacji i wyceny) jego rola w polskiej gospodarce jest marginalna. Główny segment, który w dużym stopniu został sztucznie wykreowany przez procesy prywatyzacji może się bardzo szybko skurczyć. Symptomy tego są już wyraźnie odczuwalne: spadek relacji kapitalizacji do PKB, konsolidacja własności spółek przez inwestorów strategicznych i spadek płynności, wycofywanie spółek z publicznego obrotu, odływ inwestorów zagranicznych i indywidualnych itp.

Co gorsze, praktycznie nie wykształcił się taki segment rynku, który efektywnie realizowałby funkcję alokacji kapitału w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw krajowych potrzebujących zasilenia kapitałowego zarówno w formie długu jak i kapitału akcyjnego. Paradoksalnie wychodząc od sytuacji kiedy mieliśmy potencjalnie dużą podaż papierów wartościowych (prywatyzacja) i niedobór krajowego kapitału skończyliśmy w pozycji nadmiaru środków na rynku (podaż z otwartych funduszy emerytalnych) i braku spółek, które mogłyby je zaabsorbować. Przyczyny takiego stanu są częściowo obiektywne, a częściowo wynikają z określonych błędów i zaniedbań popełnionych w przeszłości – spowodowały one, że polski rynek kapitałowy nie jest dostatecznie efektywny i dopasowany do realnych potrzeb gospodarki.

W tym kontekście przekonanie zawarte *implicite* w dokumencie przedłożonym rządowi, że proces prywatyzacji GPW uzdrowi problemy polskiego rynku kapitałowego jest całkowitym nieporozumieniem. Proponowanie wprowadzenia inwestora strategicznego do GPW bez dostatecznie przekonującej argumentacji (wskazania na konkretne korzyści takiej opcji) i przede wszystkim bez umiejscowienia tego procesu w szerszej strategii rozwoju rynku kapitałowego musi budzić zasadnicze wątpliwości. Dotychczasowe doświadczenia wskazują także, że nie ma żadnych gwarancji, by jakikolwiek inwestor strategiczny był dobrym rzecznikiem interesów krajowego rynku kapitałowego, zwłaszcza jeżeli jego dalszy rozwój wymaga znacznych nakładów i jest obarczony dużym ryzykiem.

Zdaniem Instytutu w obecnej sytuacji niezbędne jest przygotowanie przede wszystkim szczegółowej i kompleksowej strategii rozwoju krajowego rynku kapitałowego, która uwzględni zmieniające się uwarunkowania (wyczerpywanie się procesów prywatyzacji, powstawanie nowych kanałów dystrybucji itp.) oraz konieczność takiej restrukturyzacji rynku, aby jego rola w gospodarce w odniesieniu do małych i średnich firm prywatnych uległa istotnemu zwiększeniu. Priorytet wspierania rozwoju małych i średnich firm wymaga wyraźnej decyzji politycznej, ponieważ dotychczas rozwój rynku był *de facto* podporządkowany priorytetowi prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W strategii rozwoju rynku kapitałowego niebagatelną sprawą może okazać się również kwestia kreowania możliwości zatrudnienia i funkcjonowania krajowych podmiotów na lokalnym

rynku finansowym (także z uwagi na zmiany strukturalne i redukcje zatrudnienia w sektorze bankowym).

Dopiero takiej kompleksowej, szczegółowej i długookresowej strategii rozwoju polskiego rynku kapitałowego powinien być podporządkowany proces prywatyzacji GPW uwzględniający także konkretne rozstrzygnięcia w odniesieniu do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych i Centralnej Tabeli Ofert. W przeciwnym razie narażamy się na duże ryzyko popełnienia nieodwracalnych błędów, na które nie możemy już sobie pozwolić.

Istnieje jednocześnie pilna potrzeba wykształcenia silnego ośrodka państwowego, który byłby odpowiedzialny za przygotowanie i wdrożenie nowej strategii rozwoju rynku. Instytucja Komisji Papierów Wartościowych i Giełd nie wystarczy, ponieważ nie jest ona kompetentna w zakresie ustalania kierunków i parametrów polityki gospodarczej rządu. Ponadto problemy rozwojowe polskiego rynku kapitałowego zahaczają o różne resorty i instytucje – m.in. Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Skarbu Państwa, NBP, UNFE i inne. Jednocześnie KPWiG jest zbyt obciążona wyborami dokonanymi w przeszłości oraz konfliktem interesów wynikającym ze zrozumiałej awersji do ryzyka ze strony nadzorca rynku.

Zdaniem Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową strategia rozwoju krajowego rynku kapitałowego powinna uwzględniać odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jakiego rynku kapitałowego potrzebuje polska gospodarka, a zwłaszcza sektor małych i średnich przedsiębiorstw? Jak zdynamizować rozwój rynku komercyjnych papierów dłużnych? jak przyciągnąć na rynek obrót skarbowymi papierami dłużnymi?

2. W jaki sposób polityka publiczna powinna przewyższać zdiagnozowane ograniczenia rozwoju rynku kapitałowego i realizować pożądany model rynku oraz jak powinna być ona finansowana?

3. W jakiej formule i przy jakim wsparciu państwa powinien odbywać się rozwój rynku przeznaczony dla średnich przedsiębiorstw? Czy rynek taki powinien rozwijać się w ramach samodzielnej struktury – np. w oparciu o Centralną Tabelę Ofert – czy też w ramach jednej, skonsolidowanej struktury GPW?

4. W jakim kierunku powinny ewoluować regulacje krajowego rynku kapitałowego? Jak przepisy cały czas wymagają zmiany? Jak tworzyć efektywne mechanizmy samoregulacji?

5. Jakie rozwiązania instytucjonalne są niezbędne, aby umożliwić przepływ środków z otwartych funduszy emerytalnych na rynek średnich firm (przewyciężenie problemu skali)? Jak tworzyć rynek informacji o możliwościach inwestycyjnych?

6. Jaki powinien być profil działania krajowych pośredników na polskim rynku kapitałowym? Jak w strategii rozwoju rynku uwzględnić nowe możliwości technologiczne, nowe kanały dystrybucji (internet) i tendencje konsolidacji usług i produktów finansowych?

7. W jaki sposób obniżyć koszty transakcyjne i zwiększyć efektywność funkcjonowania infrastruktury polskiego rynku kapitałowego (głównie KDPW i GPW)?

8. W jaki sposób dokonać odpaństwowienia GPW i jednocześnie zachować kontrolę nad realizacją przez tę instytucję celów polityki publicznej w zakresie wspierania rozwoju

krajowego rynku kapitałowego? jaki układ własnościowo-kontrolny umożliwi efektywne funkcjonowanie GPW i realizację celów polityki publicznej?

9. Czy giełda rzeczywiście potrzebuje inwestora strategicznego, czy też może wchodzić w międzynarodowe sojusze i platformy operacyjno-rozliczeniowe bez aliansu kapitałowego? Jakie powinny być podstawowe przesłanki wchodzenia w sojusze międzynarodowe?

10. W jaki sposób i czy w ogóle należy wykorzystać dotychczasową pozycję GPW w celu budowania jednolitej platformy rynku kapitałowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej?

11. Czy giełda powinna być instytucją czysto komercyjną, czy też funkcjonować w formule *non for profit* lub w jakiejś formie pośredniej?

Ponieważ, naszym zdaniem, oficjalne instytucje nie przygotowały dotychczas kompleksowej i szczegółowej strategii rozwoju krajowego rynku kapitałowego, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową zgłasza gotowość podjęcia tego wyzwania. Sprawami rynku kapitałowego w Polsce zajmujemy się od początku jego powstania – wielokrotnie podnosiliśmy także kwestię braku jego pełnego dopasowania do potrzeb transformującej się gospodarki. Możemy także liczyć na współpracę ze strony praktyków rynku, których głos był dotychczas niesłusznie niedoceniany lub wręcz pomijany w dokumentach opracowywanych przez oficjalne instytucje.